

STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE OG VERDSETTELSE AV NORWEGIAN PROPERTY ASA

MAGNUS SANDEM OG ALMEDIN SANTIC

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Universitetet i Agder, 2010

Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap

Institutt for økonomi

Forord

Denne oppgaven markerer slutten på Siviløkonomstudiet ved Universitetet i Agder. Den er det endelige leddet innenfor spesialiseringen finansiell økonomi og økonomisk styring, og omfanget av oppgaven er 30 studiepoeng. Oppgaven er obligatorisk og har som hensikt å anvende den kunnskapen studentene har tilegnet seg i løpet av studiet.

Vi ønsker i denne oppgaven å verdsette Norwegian Property ASA. Begrunnelsen for å velge dette selskapet er at vi synes det er et spennende verdsettingscase, da Norwegian Property er relativt nystartet eiendomsselskap, og har siden oppstarten hatt til dels store verdisvingninger på børsen. Norwegian Property ble opprettet i det som kan sies å være noen av de beste årene for eiendomsmarkedet, for deretter å møte stor motgang som følge av deres høye gjeldsgrad, når markedet snudde.

Grunnet at oppgaven i sin helhet er basert på ekstern informasjon, kan den inneholde noen svakheter.

Vi ønsker å takke vår opprinnelige veileder, Steen Koekebakker, samt vår senere oppnevnte veileder, Leif Atle Beisland, for oppmuntrende ord og gode tilbakemeldinger gjennom hele arbeidsprosessen. Vi ønsker også å takke DnB NOR næringsmegling for tilsendelse av markedsrapporter.

Kristiansand, mai 2010

Magnus Sandem

Almedin Santic

Sammendrag

Gjennom en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Norwegian Property ASA har vi i denne oppgaven tatt utgangspunktet i offentlig informasjon. Innledningsvis presenteres selskapet, eiendomsinvesteringer og karakteristika av eiendomsbransjen. Deretter følger en oversikt over ulike verdsettelsesteknikker.

Vi har valgt å fokusere på fundamental verdsettelse og supplere dette med en komparativ verdsettelsesteknikk. Som et ledd i den fundamentale vil vi foreta en strategisk analyse av selskapet og bransjen den opererer i. I tillegg vil vi gjøre en regnskapsanalyse der vi omformulerer finansregnskapet til å passe et investorperspektiv.

Vi utformer så et fremtidsregnskap på bakgrunn av den strategiske analysen. Deretter verdsetter vi Norwegian Property ASA ved hjelp av total kapitalmetoden. Dette gjøres både av Norwegian Property ASA som et enkelt selskap, og som to separate selskaper, der vi skiller mellom kontor- og hotellvirksomheten. Ved analysen av selskapet som en enhet kom vi fram til et verdiestimat på 12,52 kroner og 4,42 % avvik i forhold til børsnotert verdi den 28/04-2010. Vi diskuterte også usikkerheten til dette estimatet, og konkluderte med at særlig endringer i risikofri rente, og dermed avkastningskravet, medførte store utslag i selskapsverdien. Estimatet bør derfor brukes med reservasjon.

Avslutningsvis fant vi verdiestimat på kontor- og hotellvirksomheten som separate selskap, i tråd med Norwegian Property ASA sin planlagte oppdeling i løpet av 2010. Totalt var verdien av disse selskapene lik 6,286 milliarder kroner, sammenlignet med 6,291 milliarder kroner, som var det opprinnelige verdiestimatet. Vi konkluderte med at selskapet ikke vil frigjøre noen merverdier ved å utføre en fisjon, og at det er mer et forsøk på å skape publisitet rundt aksjen.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	3
Sammendrag	4
Figuroversikt.....	8
Tabelloversikt	9
1.0 Innledning	10
1.1 Bakgrunn.....	10
1.2 Formål og problemstilling.....	10
1.3 Struktur	11
2.0 Norwegian Property ASA, eiendomsinvesteringer og bransjen.....	13
2.1 Norwegian Property ASA	13
2.1.1 Historie.....	13
2.1.2 Virksomheten	14
2.1.3 Aksjen	19
2.1.4 Selskapets mål og strategi	20
2.2 Eiendomsinvesteringer.....	20
2.2.1 Hvorfor investere i eiendom	20
2.3 Karakteristika av eiendomsbransjen	24
2.3.1 Verdiskapningen i eiendomsselskaper	24
3.0 Valg av verdsettelsesteknikk.....	26
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker	26
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	26
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	27
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	28
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk.....	29
3.2.1 Verdsettelsesteknikk for Norwegian Property ASA	30
4.0 Strategisk analyse.....	32
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse	32
4.1.1 Porters fem krefter	32
4.1.2 PEST Analyse	39
4.1.3 Oppsummering ekstern analyse	46
4.2 Intern analyse	47

4.2.1 Oppsummering intern analyse	50
4.3 Oppsummering strategisk analyse	52
5 Regnskapsanalyse	54
5.1 Presentasjon av rapporterte tall	55
5.2 Reformulering av resultatregnskap og balanse	58
5.2.1 Oppdeling i drifts- og finansieringsaktiviteter	60
5.2.2 Normale og unormale poster	63
6.0 Analyse av risiko.....	66
6.1 Likviditetsanalyse	66
6.2 Soliditetsanalyse	70
6.3 Syntetisk rating	71
6.4 Analyse av historisk avkastningskrav	74
6.4.1 Krav til avkastning på egenkapitalen	75
6.4.2 Krav til avkastning på rentebærende gjeld.....	80
6.4.3 Beregning av WACC	82
7.0 Lønnsomhetsanalyse	84
7.1 Analyse av ROCE	84
7.1.1 Førstegradsdekomponering av egenkapitalrentabiliteten.....	85
7.1.2 Andregradsdekomponering av egenkapitalrentabiliteten.....	89
8.0 Vekstanalyse	92
8.1 Endring i driftsrentabilitet.....	92
8.2 Endring i egenkapital	94
8.3 Oppsummering lønnsomhet og vekst.....	95
9.0 Fremtidsregnskap.....	97
9.1 Budsjettering av fremtidsregnskap.....	97
9.1.1 Budsjettering av driftsinntektene	98
9.1.2 Budsjettering av omløpshastighet	100
9.1.3 Profittmargin	102
10.0 Fundamental verdsettelse.....	104
10.1 Netto driftseiendeler-metoden.....	104
10.1.1 Superprofittmodellen (ReOI)	105
10.1.2 Superprofittvekstmodellen (AOIG)	106
11.0 Sensitivitetsanalyse	108

11.1 Driftsinntekter	108
11.2 Omløpshastighet	109
11.3 Risikofri rente	110
11.4 Betaverdi	111
11.5 Horisontveksten	112
11.6 Oppsummering sensitivitetsanalyse.....	112
12.0 Komparativ analyse	114
12.1 Oppsummering komparativ analyse.....	116
13.0 Separat verdivurdering av kontor- og hotellsektor.....	118
13.1 Norwegian Property's planlagte oppdeling	119
13.1.1 Oppdelt reformulert resultatregnskap	121
13.1.2 Oppdelt reformulert balanse.....	122
13.2 Verdssettelse av kontorvirksomhet (Norwegian Property).....	124
13.3 Verdssettelse av hotellvirksomheten (Norgani Hotels)	125
13.4 Oppsummering	125
14.0 Konklusjon	128
Litteraturliste.....	130

Figuroversikt

Figur 1 – Forretningsområder	15
Figur 2 - Brutto leieinntekter forretningseiendom	16
Figur 3 - Kontraktsforfall og gjennomsnittsleie forretningseiendom.....	16
Figur 4 - Geografisk fordeling hotellvirksomhet	17
Figur 5 – Hotelloperatører	18
Figur 6 - Porters fem konkurransekrefter.....	33
Figur 7 - Bankene og kredittforetakenes utlån fordelt på næringer	34
Figur 8 - Indikative kredittmarginer for fem års obligasjonslån til norske eiendomsselskaper.....	39
Figur 9 - Hovedtall Norge.....	41
Figur 10 - Sysselsetting i Norge.....	42
Figur 11 - Rentenivå i Norge	44
Figur 12 - Andel rentesikret gjeld	45
Figur 13 - Likviditetsgrad 1	67
Figur 14 - Likviditetsgrad 2	68
Figur 15 - Rentedekningsgrad.....	69
Figur 16 – Egenkapitalprosent	70
Figur 17 - Vekst i driftsinntekter.....	99
Figur 18 – Omløpshastighet.....	100
Figur 19 - Netto driftsrelaterte eiendeler	101
Figur 20 - Normal profittmargin	103
Figur 21 - Verdsettelse av Norwegian Property ASA (AOIG metoden)	107
Figur 22 - Endring i startvekst og horisontvekst.....	109
Figur 23 - Endring i omløpshastighet	109
Figur 24 - Endring i risikofri rente.....	110
Figur 25 - Endring i betaverdi.....	111
Figur 26 - Endring i vekst på horisont	112

Tabelloversikt

Tabell 1 – Aksjonærer.....	19
Tabell 2 - Historisk avkastning	21
Tabell 3 – Korrelasjonstabell	22
Tabell 4 - PEST rammeverk	40
Tabell 5 - Oppsummering VRIO	51
Tabell 6 - Ordinært resultatregnskap	56
Tabell 7 - Ordinær balanse del 1	57
Tabell 8 - Ordinær balanse del 2	58
Tabell 9 - Endring egenkapital etter reformulering.....	59
Tabell 10 - Driftsrelatert reformulert balanse	60
Tabell 11 - Finansrelatert reformulert balanse	61
Tabell 12 - Reformulert resultatregnskap	62
Tabell 13 - Normale og unormale poster	64
Tabell 14 - Rating Norwegian Property og bransje	73
Tabell 15 – Konkurs sannsynlighet.....	74
Tabell 16 - Konkurs sannsynlighet	81
Tabell 17 - egenkapitalrentabilitet for NPRO og bransje.....	85
Tabell 18 - dekomponert egenkapitalrentabilitet	86
Tabell 19 - driftskapitalrentabilitet dekomponert	87
Tabell 20 - Driftsrelatert gjeldsgrad.....	88
Tabell 21 - Profittmargin og omløpshastighet	90
Tabell 22 - Endring driftsrentabilitet NPRO og bransje	93
Tabell 23 - Endring alminnelig egenkapital.....	94
Tabell 24 – Driftinntekstvekst	99
Tabell 25 - Omløpshastighet.....	101
Tabell 26 - Normal profittmargin.....	102
Tabell 27 - Verdsettelse av Norwegian Property ASA (ReOI metoden)	105
Tabell 28 - Komparativ analyse	115
Tabell 29 - Oppdelt reformulert resultatregnskap	121
Tabell 30 - Oppdelt reformulert balanse	122
Tabell 31- Verdsettelse av kontorvirksomhet (Norwegian Property)	124
Tabell 32 - Verdsettelse av hotellvirksomheten (Norgani Hotels).....	125

1.0 Innledning

Innledningsvis vil vi ta for oss bakgrunnen for oppgaven. Deretter vil vi presentere formålet med oppgaven og problemstillingen. Til slutt vil vi konstruere oppgaven rundt en modell, slik at oppgaven får en visuell struktur.

1.1 Bakgrunn

Norwegian Property er det største norske selskapet innenfor næringseiendomsutleie, og har vært mye omtalt i media. Selskapet ble etablert i slutten av 2006, en meget god periode for næringseiendom. Et par år etter etableringen opplevde eiendomsmarkedet motgang, og Norwegian Property ble også preget av dette. I løpet av 2007 kjøpte selskapet opp Norgani Hotels, og ble dermed også utsatt i den nordiske hotellsektoren. De annonserte imidlertid nylig at de vil foreta en oppdeling der de skiller ut Norwegian Property (næringseiendom) og Norgani Hotels (hotelleiendom) som to separate selskaper. Dette betyr at selskapet vender tilbake til sin opprinnelige struktur, slik den var før oppkjøpet. Vi føler Norwegian Property er et svært spennende verdsettingscase, med sine store strukturelle endringer, sine store underskudd, og sine mange emisjoner. For å få bedre innblikk i selskapet ønsker vi derfor å utføre en strategisk regnskapsanalyse, og dermed en verdsettelse. Dette ønsker vi å utføre både av selskapet som et konsern, og for Norwegian Property og Norgani Hotels som to individuelle selskaper.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med oppgaven er å verdsette Norwegian Property ASA, både som et konsern, og som to separate selskaper. Dette vil vi gjøre ved hjelp av en fundamental- og komparativ verdsettelsesteknikk. Dette vil vi gjøre ved å benytte oss av kunnskapene vi har tilegnet oss gjennom Siviløkonomstudiet.

Formålet med verdsettelsen er å komme opp med et verdiestimat for aksjen til Norwegian Property ASA. På bakgrunn av dette kan vi vurdere hvorvidt selskapets aksjer virker underpriset eller overpriset på Oslo Børs. Vi vil også verdsette selskapets to virksomheter som to separate selskaper, og vurdere om selskapet vil skape noen merverdi etter en oppdeling. Verdsettelsen er basert på offentlig informasjon.

Problemstillingen for vår siviløkonomoppgave er:

”Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Norwegian Property ASA”

1.3 Struktur

Norwegian Property ASA er Norges største børsnoterte eiendomsselskap, og innledningsvis vil vi presentere selskapet, eiendomsinvesteringer på et generelt grunnlag, og bransjen selskapet opererer i. Deretter vil vi gi en oversikt over ulike verdsettelsesteknikker, for så å drøfte valg av verdsettelsesteknikk for Norwegian Property ASA.

I kapittel 4 tar vi for oss den strategiske analysen. Her vil vi gjennom en kvalitativ tilnærming kartlegge selskapets evne til å generere superprofitt, og eventuell varighet av denne. Kapittel 5 og kapittel 6 har samme målsetning som den strategiske analysen, men her benytter vi en kvantitativ tilnærming gjennom en regnskapsanalyse. Finansregnskapet reflekterer underliggende strategiske forhold i økonomiske termer. Hovedfokuset i disse kapitlene vil være omgruppering av regnskapet til et investororientert perspektiv, og en nøkkeltallsanalyse. Avslutningsvis i kapittel 6 beregner vi selskapets avkastningskrav.

Med bakgrunn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen kan et fremtidsregnskap utarbeides. Det utarbeidede fremtidsregnskapet vil så danne grunnlag for verdsettelsen av Norwegian Property ASA. Selskapets egenkapital vil bli indirekte verdsatt gjennom to ulike modeller innenfor totalkapitalmetoden, før vi diskuterer utsikkerheten rundt dette estimatet. Deretter verdsetter vi selskapets egenkapital gjennom to ulike multiplikatormodeller og beregner et overordnet verdiestimat.

I kapittel 13 presenteres først generell teori omkring fusjoner, deretter omgrupperer vi selskapets regnskap med hensyn på kontor- og hotellsektoren. Dette regnskapet vil sammen med den strategiske analysen danne utgangspunkt for et fremtidsbudsjett for hver av virksomhetene. Vi verdsetter selskapene separat ved hjelp av totalkapitalmetoden. Avslutningsvis sammenliknes dette verdiestimatet med det overordnede verdiestimatet, der målet er å avgjøre om en oppdeling av selskapet vil generere merverdi, før vi kommer med en endelig konklusjon av oppgaven.

2.0 Norwegian Property ASA, eiendomsinvesteringer og bransjen

2.1 Norwegian Property ASA

2.1.1 Historie

Følgende informasjon er hentet fra Norwegian Property ASAs hjemmeside (Norwegian Property ASA, 2006).

Norwegian Property ASA (heretter Norwegian Property) ble opprettet i mai 2006. Selskapets mål var å bli det største og mest likvide investeringsalternativet innenfor næringseiendom i Norge. I begynnelsen av 2006 sluttet to store eiendomsutviklere seg til Norwegian Property, Fram Management og Anders Wilhelmsen Group. Selskapet kjøpte totalt 30 eiendommer til en verdi lik 9,1 milliarder kroner mai 2006. Mellom juni og desember 2006 kjøpte Norwegian Property opp ytterligere 25 eiendommer. Totalt ble det investert 17,2 milliarder kroner i selskapets 55 eiendommer denne perioden.

Peter Jansen ble oppnevnt som administrerende direktør 28. august 2006. Øvrig ledelse var operativ høsten 2006, samtidig som flere ansettelses ble gjort. 27. oktober 2006 offentliggjorde selskapet søknad om børsnotering og planer om en emisjon. Den 15. november ble aksjen notert på Oslo Børs under tickeren NPRO. Emisjonen ble gjennomført til en kurs lik 53,50 kr og var verdt totalt 1,2 milliarder kroner. Den ble overtegnet seks ganger. Kort tid etter noteringen tok de internasjonale eiendomsindeksene fra FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series også opp Norwegian Property.

I juli 2007 kjøpte Norwegian Property 4 handels- og kontoreiendommer i Oslo, av DnB Nor Bank ASA, til en verdi lik 1,740 milliarder kroner. To måneder senere oppnådde selskapet kontroll over Norgani Hotels ASA, det største nordiske investeringsselskapet innen hoteller. Totalt eies 74 hotell- og konferansesentre av Norgani Hotels ASA. Norgani Hotels ble opprettet i

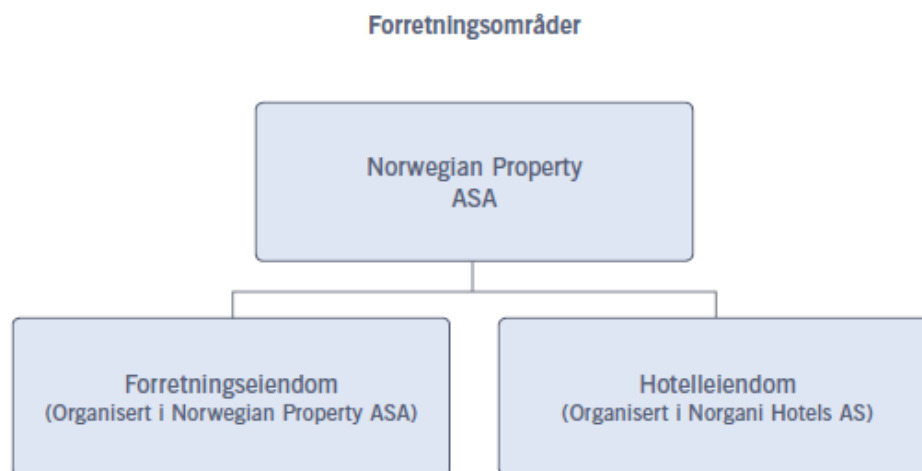
2005 av fire investorer, deriblant Petter Stordalen. Da selskapet ble etablert, hadde det en portefølje på 35 hotelleiendommer i Norden, tidligere eid av Capona, Eiendomsspar/Pandox og Wenaasgruppen, men har siden kjøpt opp et betydelig antall hotelleiendommer.

I fjerde kvartal 2007 kjøpte investeringsselskapet Oslo Properties 100 prosent av Norgani Hotels ASA. Norwegian Property eide 17,5 prosent av aksjene i Oslo Properties, og gjennom ulike avtaler sikret de seg over 90 % av aksjene i Oslo Properties.

I februar 2008 ble det inngått et samarbeid mellom Norwegian Property og Neas ASA som gikk ut på at Neas ASA skulle overta driften og forvaltningen av eiendommene til Norwegian Property i løpet av 2008 og 2009. I juli 2008 ble en ny emisjon tilsvarende 2,5 milliarder kroner slutført, og provenyet ble blant annet brukt til å styrke konsernets balanse. I løpet av 2008 sluttførte Norwegian Property salget av totalt åtte eiendommer, samt ytterligere to i løpet av 2009.

2.1.2 Virksomheten

Norwegian Property er en ledende aktør innen forretningseiendom og hotelleiendom i Norden. På Oslo Børs eiendomsindeks er Norwegian Property det nest største selskapet. Norwegian Property's hovedstrategi er å komponere en portefølje av forretningseiendommer, av høy kvalitet og med god beliggenhet. Selskapets hovedfokus er portefølje- og eiendomsforvaltning, utleie og finansiell styring. Forretningseiendom er organisert i morselskapet, samtidig som hotelleiendommene blir administrert gjennom datterselskapet Norgani Hotels AS som er heleid av Norwegian Property (Norwegian Property ASA, 2009c).

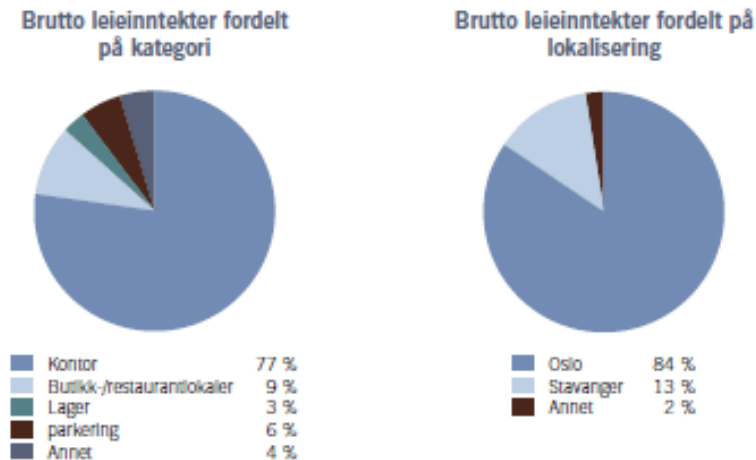


Figur 1 – Forretningsområder

Kilde: Norwegian Property årsrapport 2008

Forretningseiendom

Ved utgangen av 2009 eide Norwegian Property 48 næringseiendommer lokalisert sentralt i Oslo og Stavanger. Norwegian Property leier både ut til private og offentlige virksomheter, og i 2009 stod de 40 største kundene for 80 % av leieinntektene. Selskapets kontorportefølje har en ledighet på under 1 %, og gjennomsnittlig gjenværende kontraktstid for leietakerne, per 31.12.08, er 5,6 år. Norwegian Property investerer primært i ferdig utviklede eiendommer med en markedsverdi på mer enn 200 millioner kroner. Hovedvekten av kontraktene er langsiktige, med årlig inflasjonsjustering av leiebeløpet, og flesteparten av leietakerne er store børsnoterte selskaper med god likviditet. Forretningseiendommene utgjør en blanding av kontorlokaler, butikker, restauranter og kjøpesentre. I figuren på neste side vises forretningseiendom prosentvis inndelt i de forskjellige kategoriene. Det er tydelig at kontorandelen kraftig dominerer de andre områdene. I tillegg kan vi fra figuren til høyre se at nesten 85 % av leieinntektene til selskapet kommer fra Osloområdet (Norwegian Property ASA, 2009c).

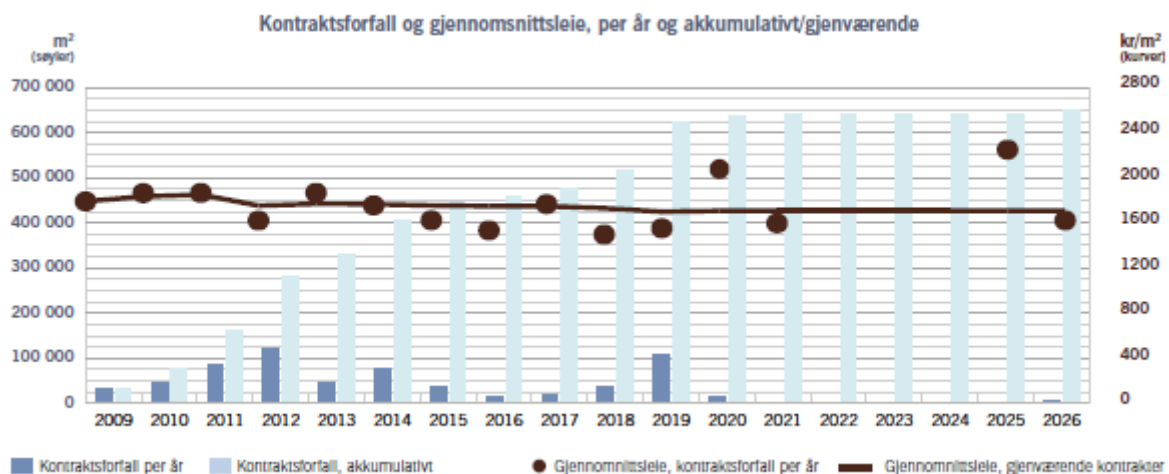


Figur 2 - Brutto leieinntekter forretningseiendom

Kilde: Norwegian Property årsrapport 2008

Vedlikehold og drift av eiendommene er som nevnt outsourcet til NEAS ASA, mens Norwegian Property tar seg av leietakeroppfølging og videreutvikling, samt oppgradering av eiendommene.

Tabellen nedenfor gir en oversikt over forfall av areal i de kommende 15 årene, som følge av forfallende leiekontrakter. Tabellen viser areal som forfaller på årlig basis samt en oversikt over akkumulert forfalt areal.



Figur 3 - Kontraktsforfall og gjennomsnittsleie forretningseiendom

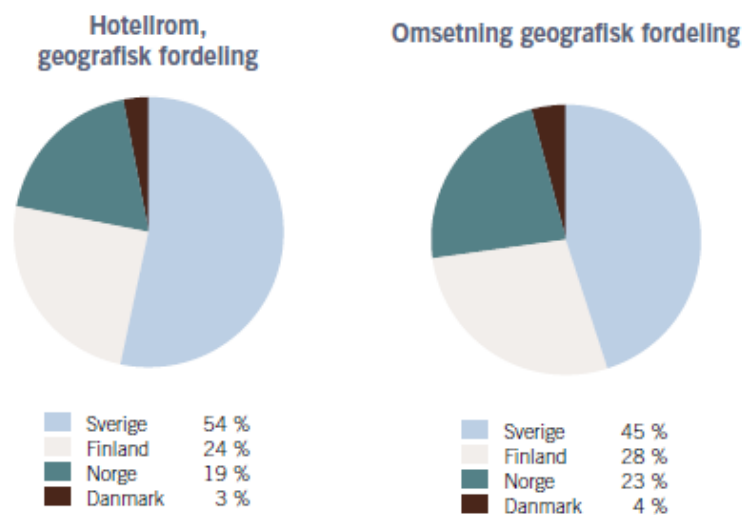
Kilde: Norwegian Property årsrapport 2008

Hotellvirksomhet

I Norden kontrollerer Norgani Hotels, Norwegian Property's datterselskap, omkring fem prosent av alle tilgjengelige hotellrom, noe som gjør selskapet til den største eier i Norden.

Kjernevirksomheten på dette området er å investere i hotelleiendommer, samt å utvikle og forvalte disse i et nært samarbeid med hotelloperatørene. I dagens stadig mer globaliserte verden er reiseliv blant de raskest voksende industriene internasjonalt, og svært viktig for mange land. Dette gjelder også for Norden (Norwegian Property ASA, 2009c).

Norgani Hotels AS investerer i hovedsak i de hoteller som antas å være mer stabile i forhold til konjunktursvingninger i omsetning. Det settes flere krav til hotelleiendommene selskapet investerer i. Hotellene skal blant annet være tre- og firestjerners hotell som befinner seg i Nordiske byer med mer enn 50 000 innbyggere. Eiendommene skal være ferdig utviklet, inneholde minimum 150 rom, og det skal være omsetningsbaserte leiekontrakter med hotelloperatørene. Profesjonelle aktører ivaretar selve driften av hotellene. I utgangen av 2009 bestod hotellvirksomheten av 74 eiendommer, 73 hoteller og et konferansesenter.

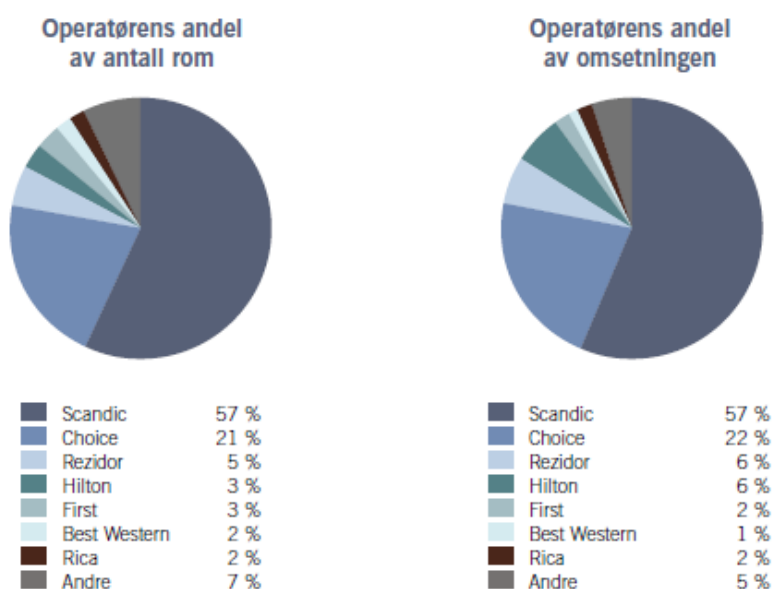


Figur 4 - Geografisk fordeling hotellvirksomhet

Kilde: Norwegian Property årsrapport 2008

Som vi kan se av figuren på forrige side, er alle hotellene til Norgani Hotels AS lokalisert i Norden. Over halvparten (54 %) befinner seg i Sverige. I Finland og Norge har selskapet henholdsvis 24 % og 19 % av hotellromkapasiteten. I Danmark har Norgani Hotels AS kun 3 hoteller og representerer 3 % av total hotellkapasitet. Dersom vi ser på totale inntekter, utgjør Norge, Finland og Danmark en forholdsvis høyere andel, mens Sverige utgjør en forholdsvis lavere andel med 45 %.

Med ett unntak er samtlige av leiekontraktene omsetningsbaserte. Normalt vil hotelleier få 25 til 40 prosent av romprisen, samt en andel av mat og drikke solgt på hotellet. Med unntak av tre av hotellene inneholder også alle kontrakter en minimumsleie som er uavhengig av omsetningen, og som i tillegg inflasjonsjusteres årlig. I disse leieavtalene er som regel operatøren ansvarlig for løpende driftskostnader, mens hotelleier har ansvar for utvendig vedlikehold. I utgangen av 2008 var gjennomsnittlig gjenværende kontraktstid for leietakerne 10,1 år (Norwegian Property ASA, 2009c).



Figur 5 – Hotelloperatører

Kilde: Norwegian Property årsrapport 2008

Norgani Hotels AS legger vekt på å opprettholde gode relasjoner med de viktigste aktørene i Norden. Av figuren på forrige side kan vi se at det i hovedsak er Scandic og Choice som opererer selskapets hoteller. Choice og Scandic (inkludert to Hilton hoteller i Finland) representerer så mye som 85 % av leieinntektene, og opptar 81 % av hotellrommene.

2.1.3 Aksjen

Per 30.09.2009 består Norwegian Property av total aksjekapital på NOK 226 635 416 fordelt på 453 270 832 aksjer med pålydende verdi på NOK 0,50 (Norwegian Property ASA, 2009a).

De 10 største aksjonærene per 30.09.2009 er listet i tabellen under (Norwegian Property ASA, 2009a):

Beholdning	Andel	Navn	Konto type	Statsborger
23 374 467	5,16	CANICA AS		NOR
23 254 334	5,13	AWILHELMTSEN CAPITAL OMLØP		NOR
19 264 000	4,25	FOLKETRYGDFONDET JP MORGAN CHASE BANK		NOR
16 000 000	3,53	SKAGEN VEKST		NOR
14 773 022	3,26	BGL BNP PARIBAS S/A OPCVM	NOM	LUX
12 803 023	2,82	STATE STREET BANK & A/C CLIENT FUND NUMB	NOM	USA
9 257 960	2,04	STATE STREET BANK AN A/C CLIENT OMNIBUS F	NOM	USA
8 076 920	1,78	BANK OF NEW YORK MEL S/A ING GLOBAL REAL		USA
6 934 000	1,53	AWILHELMTSEN CAPITAL		NOR
6 845 570	1,51	BANK OF NEW YORK MEL S/A MELLON NOMINEE 1	NOM	USA

Tabell 1 – Aksjonærer

Kilde: Norwegian Property Kvartalsrapport 3.kvartal 2009

2.1.4 Selskapets mål og strategi

Norwegian Property's langsiktige mål er å etablere seg som en profesjonell aktør innen eiendom. Selskapet vil utvikle seg til å bli en ledende bedrift i det Nordiske eiendomsmarkedet, og posisjonere seg som det største og mest likvide investeringsalternativet innen norsk eiendom. Norwegian Property vil aktivt forvalte og utvikle sin eiendomsportefølje innen valgte eiendomssegment. Selskapet vil fortsette å samarbeide med store, veletablerte leietakere og hotellkjeder med mål om å sikre attraktive langsiktige leiekontrakter (Norwegian Property ASA, 2009b).

2.2 Eiendomsinvesteringer

Eiendomsinvesteringer er investeringer i tomter eller bygninger, enten heleid eller deleid, med mål om å generere en attraktiv risikojustert avkastning. Dette kan gjøres ved å skape kontantstrømmer i form av leieinntekter (direkte avkastning) eller å realisere gevinst ved å selge eiendommen på et framtidig tidspunkt (indirekte avkastning). Det finnes to ulike måter å investere i eiendom på, direkte og indirekte. Direkte investering omfatter kjøp av eiendom uten mellomledd, mens indirekte investering omfatter kjøp av aksjer i eiendomsselskap eller andeler i eiendomsfond (Finansdepartementet, 2009).

2.2.1 Hvorfor investere i eiendom

Det finnes mange ulike årsaker som gjør eiendom til en gunstig aktivaklasse å investere i. Flåøyen (2007) nevner følgende kategorier:

Attraktiv risikojustert avkastning

Lars Flåøyen i Aberdeen Property Investors har utarbeidet oppdaterte tall over avkastningen og standardavvik på forskjellige aktivagrupper¹. Siden det ikke foreligger noen offisielle tall for 2009 har Aberdeen Property Investors estimert tallene for dette året. Han har dog ikke fått oppdatert 2009-tall for internasjonale aksjer og obligasjoner. Om vi kun ser på de offisielle tallene som foreligger, har eiendom Norge den høyeste årlige avkastningen og standardavvik liggende mellom norske aksjer og norske obligasjoner. Når vi her snakker om eiendom Norge, er det snakk om næringsseiendom. 2009 var et veldig godt år på børsen, og om vi tar med estimatene Lars Flåøyen har laget for dette året, ser vi at aksjer har en litt høyere avkastning enn eiendom, men mye høyere volatilitet, slik at eiendom fremdeles kommer svært godt ut når vi justerer for risiko.

	1988-2008		1988-2009E	
	Avkastning p.a.*	St.dev	Avkastning p.a.*	St.dev
Norske obligasjoner	7.9 %	4.3 %	7.7 %	4.3 %
Eiendom Norge	10.2 %	7.4 %	9.9 %	7.4 %
Norske aksjer	9.0 %	32.2 %	11.0 %	32.7 %
Utenlandske obligasjoner	7.0 %	4.8 %	n.a.	n.a.
Internasjonale aksjer	6.1 %	20.0 %	n.a.	n.a.

* geometrisk gjennom snitt

Tabell 2 - Historisk avkastning

Kilde: Lars Flåøyen

Diversifisering

Når en investor ser på investeringsmuligheter, er de to viktigste faktorene forventet avkastning og forventet volatilitet. Ved å inkludere et investeringsobjekt med negativ samvariasjon med resten av porteføljen vil den totale volatiliteten til porteføljen reduseres, og investeringen blir dermed sikrere. På neste side følger en korrelasjonstabell utarbeidet av Lars Flåøyen.

¹ Takk til Lars Flåøyen for oversendelse av oppdaterte avkastnings- og korrelasjonstall.

Korrelasjon 1988-2009E	Eiendom	Aksjer	Obligasjoner
Eiendom	1.000		
Aksjer	0.221	1.000	
Obligasjoner	-0.535	0.076	1.000

Tabell 3 – Korrelasjonstabell

Kilde: Lars Flåøyen

Næringseiendom har historisk hatt en lav korrelasjon med aksjer som følge av at vekst i leiemarked som oftest kommer sent i den realøkonomiske syklusen (Flåøyen, 2007). Aksjemarkedet derimot, diskonterer forventning om inntjening og vekst og vil derfor som oftest reagere før og kraftigere enn eiendomsmarkedet. Eiendom er også negativt korrelert med obligasjoner. Det kan forklares ved at på slutten av en konjunkturoppgang, er presset i eiendomsmarkedet stort, og dette fører til en kraftig økning i leiepriser. Presset i økonomien vil føre til at inflasjonen blir høy og fører dermed til en innstramning i pengepolitikken og økning av renten. Dette vil påvirke obligasjonsavkastningen negativt. Tilsvarende vil vi få en motsatt effekt når vi har en nedgangskonjunktur. Historiske data viser fra 2006 viser at eiendom vil være med i enhver effisient portefølje bortsett fra maksimalavkastningsporteføljen som kun vil bestå av aksjer (Flåøyen, 2007). I følge Flåøyen (2007) bør eiendom tilsvare 40-50 % av en svært risikoavers investors totalportefølje, da dette vil være en portefølje med minimale verdissingninger (minimum-varians porteføljen) sammenlignet med andre investeringsmuligheter. Med bakgrunn i tallene over kan eiendom som investeringsobjekt virke mer lukrativt enn det faktisk er. Kurtasjen ved eiendomsinvesteringer er høyere enn for andre aktivaklasser, samtidig som verdivurderingene i eiendomsmarkedet er basert på skjønnsmessige vurderinger og ikke direkte omsetningstall. Likevel, etter justering for disse to faktorene, fremstår eiendom fortsatt som en gunstig aktivaklasse, og en risikoavers investor bør allokere 20-30 % innen eiendom for optimale diversifiseringsegenskaper (Flåøyen, 2007).

Inflasjon og deflasjon

Eiendom er en god kilde til inflasjonssikring som følge av at leieprisene som oftest blir justert årlig mot endringen i konsumprisindeksen. Høy inflasjon fører til økt rente som igjen kan føre til

reduerte eiendomspriser. De justerte leieprisene vil til en viss grad motvirke denne effekten da verdien av eiendommen er den kapitaliserte verdien av fremtidige leieinntekter. Ved leiekontraktens utløp eller ved at leietaker går konkurs vil de fremtidige kontantstrømmene og inflasjonen samvarierte noe mindre, og den fremtidige kontaktstrømmen vil avhenge mer av det faktiske tilbudet og etterspørselen av arealer (Flåøyen, 2007).

Komponent i markedsnøytral portefølje

Kapitalverdimodellen er en modell i klassisk finans som brukes til å forklare sammenhengen mellom forventet avkastning og risiko. Denne modellen forteller at den optimale investeringsporteføljen i et perfekt marked med nyttemaksimerende og rasjonelle investorer vil være en sammensetning av markedsporteføljen og risikofri plassering (Berk & DeMarzo, 2009). Markedsporteføljen er summen av de investeringsinstrumenter som er tilgjengelig for en investor, vektet med sine markedsverdier. Eiendom bør derfor inkluderes i en optimal investeringsportefølje. Kapitalverdimodellen bruker en rekke forutsetninger som ikke vil være oppfylt i virkeligheten, men en markedsportefølje vil likevel kunne brukes som en referanse. Globalt har det blitt anslått at 14 % av totale investeringer er eiendomsinvesteringer, og en markedsnøytral portefølje bør dermed allokere en ekvivalent andel til eiendom (Flåøyen, 2007).

Generere kontantstrøm

Leieinntektene vil over tid stå for mesteparten av avkastningen, og denne kontantstrømmen vil være relativt stabil over levetiden til bygget så lenge de klarer å ha eiendommen utleid.

Skattemessig fordel

En eiendomsinvestering vil bli vurdert til ligningsverdi, og dermed blir beskatningen mye lavere enn å ha pengene i annen aktiva. Vanligvis ligger ligningsverdien så mye som 70-90 % under virkelig verdi(salgverdi) (Flåøyen, 2007). På bakgrunn av dette kan en investor redusere sin formue, og dermed sin formueskatt betydelig ved å investere i eiendom.

2.3 Karakteristika av eiendomsbransjen

I utgangspunktet er det å investere i næringsseiendom regnet som en kapitalintensiv prosess, og i tillegg er det vanlig at investeringshorisonten er lang. Den største kostnaden rettet mot slike investeringer er kapitalkostnaden, som følge av at store lån er en vanlig finansieringsform. Det er viktig med nok egenkapital for å ha høy nok soliditet til å takle perioder med høye renter, og det er vanlig å sikre store deler av lånet til fast rente. Som følge av kapitalkrevende investeringer er finansiell strategi meget viktig for eiendomsselskaper. Om byggene vedlikeholdes og oppgraderes vil de holde tilnærmet i evig tid, og dermed er lokaliseringen av bygget svært viktig. *”En feilinvestering blir mer fatal når man må leve med bygget så lenge; for eksempel hvis man har satt opp et for fint bygg på feil sted eller valgt dårlige tekniske løsninger”* (Dahl, Hansen, Hoff, & Kinserdahl, 1997, s. 232). Eiendomsmarkedet er også veldig følsomt for makroøkonomiske faktorer. Dersom renten øker, vil også finanskostnadene øke, og kontantstrømmen vil minke.

Kontantstrømmene fra drift er relativt enkle å predikere om kontraktene er langsiktige og inflasjonsjusterte. Problemer oppstår derimot ved kortere kontrakter, og ved firmaer som utvider/innskrenker sin eiendomsportefølje konstant. Solide leietakere med langsiktig perspektiv bør prioriteres for å få et stabilt utleieforhold og stabile leieinntekter. Får man for eksempel staten som leietaker kan man et leieforhold med tilnærmet null kredittrisiko (Dahl et al., 1997).

2.3.1 Verdiskapningen i eiendomsselskaper

For et eiendomsselskap skjer verdiskapningen i følge Dahl, et al. (1997) hovedsakelig gjennom tre forskjellige aktiviteter (Dahl et al., 1997):

- Eiendomsforvaltning
- Eiendomsutvikling
- Kjøp og salg av eiendom

Hvor viktig de forskjellige aktivitetene er, avhenger av hva selskapets kjerneaktivitet er.

Eiendomsforvaltningen går ut på å skaffe høyest mulig leieinntekter og begrense drifts- og finanskostnadene mest mulig, samtidig som at verdien av eiendommen opprettholdes.

Eiendomsutvikling går ut på øke leiegrunnlaget og dermed også verdien på eiendommen utover kostnaden som påløper for å sette eiendommen til en høyere standard. Verdiskapningen kan komme som et resultat av nybygging, ombygging, eller dyktig utleie (for eksempel annen anvendelse av lokalene).

Det å utføre gunstige **kjøp og salg av eiendommer** forutsetter kunnskap til å vurdere inntektsmulighetene for eksisterende og nye eiendommer i forhold til eiendommenes nåværende markedsverdi. Man må også ha finansieringen i orden for å kunne utføre gunstige kjøp på riktige tidspunkt og ikke bli tvunget til å selge når prisene er presset. Det viktigste er ikke nødvendigvis å kjøpe eller selge litt gunstigere enn markedspris, men å klare å forstå syklusene i markedet, og å tilpasse seg til disse. Dersom man driver med kjøp og salg av eiendom som kjerneaktivitet, foretrekker man som oftest høy gearing da dette gir potensielt høyere fortjeneste (men kan også medføre større tap). Investerer man derimot i eiendom for langsiktig eie, og ønsker å bruke kontantstrømmen fra driften til å betjene finanskostnader og avkastning på egenkapitalen, er det viktig å ha en likviditetsreserve for å kunne dekke vedlikeholdsarbeid og leieboertilpassning.

3.0 Valg av verdsettelsesteknikk

Vår oppgave går ut på å verdsette selskapet Norwegian Property ASA, både som et selskap og som to separate virksomheter. Det endelige målet med å gjennomføre en verdsettelse er å finne et estimat av selskapets egenkapital. Dette estimatet blir et utgangspunkt for å finne den virkelige verdien av selskapets aksjer, og dermed for om aksjen bør kjøpes eller selges. Det finnes tre supplerende hovedtyper av verdsettelsesteknikker; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse (Penman, 2010).

Formålet med en verdsettelsesteknikk er å fange opp verdiskapingen i selskapet. Valget av verdsettelsesteknikk avhenger av ulike forhold, som for eksempel hvor i livssyklusen selskapet er, hvilken bransje den befinner seg i og om selskapet forventes å fortsette driften. Den fundamentale verdsettelsesteknikken er arbeidskrevende og grunnleggende, mens komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse er enklere og gjerne brukes som et supplement til den fundamentale verdsettelsesteknikken for å skape en mer helhetlig verdsettelse (Damodaran, 2002). I det følgende vil vi gi en kort oversikt over disse tre generelle verdsettelsesteknikkene.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Ved en fundamental verdsettelsesteknikk utføres en verdivurdering av et selskap basert på en analyse av underliggende og fundamentale forhold. Dette gjøres gjennom en strategisk regnskapsanalyse, det vil si en ekstern og intern strategisk analyse av selskapet, samt en analyse av regnskapet. I tillegg utarbeides prognosetall, som utgjør et framtidsregnskap. Etter utarbeidelsen av framtidsregnskapet kan verdien av egenkapitalen fastsettes ved hjelp av to ulike metoder; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden (Penman, 2010).

Egenkapitalmetoden baserer seg på direkte verdsetting av egenkapitalen. Dette kan gjøres ved hjelp av fire ulike modeller; utbyttmodellen, superprofittmodellen, fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen eller superprofittvekstmodellen. Utbytte- og frikontantstrømmmodellen er kontantstrømbaserte modeller, mens superprofitt- og superprofittvekstmodellen er regnskapsbaserte modeller. Alle de fire ulike modellene skal gi samme egenkapitalverdi ved konsistent bruk, det vil si vekte alle krav med markedsverdier (Penman, 2010).

Totalkapitalmetoden baserer seg på indirekte verdsetting av egenkapitalen. Metoden finnes i ulike varianter, som blant annet netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Dette gjøres gjennom å verdsette netto driftskapital eller sysselsatt kapital for så å trekke fra verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Denne metoden diskonterer et selskaps predikerte totale kontantstrømmer eller superprofitt, så et vektet avkastningskrav må benyttes (Penman, 2010). Totalkapitalmetoden vil gi samme verdiestimat som egenkapitalmetoden ved konsistent bruk.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er enklere og mindre kostnadskrevende enn fundamental verdsettelse, og er derfor den mest brukte teknikken i praksis. Denne verdsettelsesteknikken er basert på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende selskaper eller eiendeler. Den egner seg svært godt til selskaper i oppstartsfasen, da lite historisk data eksisterer for disse, og selskaper under avvikling. Komparativ verdsettelse kan i følge Damodaran (2002) deles inn i to ulike metoder; direkte metode og indirekte metode.

Direkte metode innebærer bruk av multiplikatormodellen. Her blir selskapet direkte verdsatt ved å sammenligne egenkapitalverdien med børsverdien til sammenlignbare selskap, og justere

eventuelle forskjeller via en multiplikatormodell. Eksempler på multiplikatormodeller er P/E^2 og P/B^3 .

Indirekte metode innebærer bruk av substansverdimodellen. Her verdsettes egenkapitalen gjennom å trekke markedsværdien på gjeld fra markedsværdien på hver enkelt eiendel. Etter å ha trukket gjeld fra markedsværdien på hver av de enkelte eiendelene, vil man sitte igjen med et estimat for markedsværdien på selskapets egenkapital. Sentrale tilnærminger innenfor denne modellen er likvidasjons- og substansverdiregninger.

Et kjent problem med bruk komparativ verdsettelsesteknikk i praksis er at verdsettelsen er svært avhengig av hvilken multiplikator som velges. Konsekvensen av dette er at selve verdsettelsen har mulighet til å bli påvirket av personen som utfører verdsettelsen, gjennom valg av multiplikator. Denne verdsettelsesteknikken er best egnet som et supplement til fundamental verdsettelse. På grunn av at selskapet sammenlignes med andre komparative selskaper vil estimatet avvike fra riktig fundamental verdi dersom de andre selskapene er feilpriset, og blir derfor feil. Verdiestimatet ved bruk av komparativ verdsettelsesteknikk kan derfor bli påvirket av bobler i aksjemarkedet, ved at verdiestimatet for eksempel blir for høyt dersom aksjemarkedet er i optimistisk stemning (Damodaran, 2002).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse innebærer en utvidelse av fundamentalanalyse der målet er å eksplitt inkludere værdien av fleksibilitet. Dette innebærer å legge til værdien av en realopsjon til et selskaps fundamentalverdi for å finne den virkelige værdien. Eksempler på en slik opsjon kan være en opsjon til å ekspandere eller en opsjon til å utsette en investeringsbeslutning.

² Price over earnings

³ Price over book value

Opsjonsbasert verdsettelse brukes kun som et supplement til en mer grundig analyse, slik som fundamental verdsettelse (Damodaran, 2002).

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Som nevnt tidligere, bør flere faktorer vurderes ved valg av verdsettelsesteknikk. Dette inkluderer følgende faktorer (Damodaran, 2002):

- Hvilken fase i livssyklusen er selskapet?
- Hvilken bransje selskapet befinner seg i?
- Er det grunnlag for fortsatt drift?

En siste faktor som spiller inn er hvor mye tilgang på data som finnes, da det er mer hensiktsmessig å bruke den fundamentale verdsettelsesteknikken ved mye data, og komparativ verdsettelsesteknikk dersom det eksisterer få år med data.

Livssyklus

Selskap i oppstarts- og vekstfase bør verdsettes ved bruk av opsjonsbasert- eller komparativ verdsettelsesteknikk. Er derimot selskapet i modenhetsstadiet vil det være mer hensiktsmessig å bruke en fundamental verdsettelse.

Bransje

Enkelte bransjer har et godt annenhåndsmarked for virksomhetens eiendeler. I slike tilfeller er komparativ verdsettelsesteknikk det mest relevante å bruke, og da særlig substansverdimodellen. Eksempler på slike bransjer er shipping og eiendom.

Fortsatt drift

Dersom det legges til grunn forutsetning for fortsatt drift vil hovedsakelig fundamental verdsettelse benyttes, mens komparativ verdsettelse er mer relevant for selskap i en avviklingsfase.

3.2.1 Verdsettelsesteknikk for Norwegian Property ASA

Norwegian Property ASA ble etablert i 2006 og er et forholdsvis ungt selskap. Til tross for dette kan selskapet sies å ha kommet inn i en relativt moden fase i livssyklusen. Dette kan begrunnes med selskapet at kun har optimalisert porteføljen sin etter oppkjøpet av Norgani Hotels ASA i 2007, og har kun solgt eiendommer siden den tid. Et eiendomsselskap har også svært kort oppstartstid sammenlignet med for eksempel industriselskap, da forhold som utvikling, produksjon og distribusjon ikke er relevant for et selskap som Norwegian Property ASA. I tillegg eksisterer det flere komparative selskaper, slik som Olav Thon Eiendomsselskap, og de eksisterende eiendelene utgjør mer av selskapsverdien enn det fremtidige vekstpotensialet. Dette i motsetning til selskaper i oppstartsfasen der verdien av fremtidig vekstpotensiale utgjør hoveddelen av selskapsverdien. Siden Norwegian Property har langsiktige inflasjonsjusterte leiekontrakter, og eiendomsporteføljen deres er relativt stabil, vil de fremtidige leieinntektene være overkommelige å beregne til tross for få historiske data. Den fundamentale verdsettelsesteknikken vil stå i fokus som følge av at det historiske regnskapet, sammen med bransjens regnskapstall, kan benyttes til å predikere fremtiden, men dette kan suppleres med en komparativ analyse med fokus på ulike multiplikatormodeller (Damodaran, 2002).

Norwegian Property opererer innen eiendomsbransjen. Dette er en kapitalintensiv bransje hvor det finnes et velfungerende annenhåndsmarked. Dette gjør en komparativ verdsettelse aktuell som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Fra og med 2005 kom det nye regnskapsregler som gjorde at børsnoterte selskaper måtte begynne å utarbeide konsernregnskapet etter internasjonale regnskapsstandarder, IFRS⁴ (Fardal, 2007). IFRS gir mulighet til å bokføre investeringseiendommer til virkelig verdi eller til historisk kost med

⁴ International Financial Reporting Standards

fradrag for av- og nedskrivninger. Dersom man velger historisk kost må man likevel oppgi virkelig verdi i en note, og dette har ført til at nesten alle eiendomsselskapene bokfører investeringseiendommene til virkelig verdi. Norwegian Property har innleid to uavhengige selskaper, DTZ Realkapital og Akershus eiendom, for å verdivurdere deres næringseiendommer. Siste verdivurdering er utført 31.12.09 (Norwegian Property ASA, 2010).

I henhold til revisorberetningen fra Deloitte for årsregnskapet 2008 er alle krav til fremtidig drift oppfylt i henhold til lover og regler, og dette betyr at selskapet har intensjon om å fortsette driften videre (Norwegian Property ASA, 2009c).

Den fundamentale verdsettelsesteknikken, altså den tradisjonelle formen for nåverdimetode, blir ofte benyttet når et selskap skal verdsettes. Denne metoden er derimot ikke velegnet dersom selskapet opererer under stor grad av usikkerhet. Med usikkerhet menes usikkerhet knyttet til kontantstrømmen som man ønsker å verdsette. Ved å bruke en nåverdimetode tar man altså ikke hensyn til eventuell fleksibilitet til å tilpasse seg til fremtidige hendelser og gjennom dette påvirke selskapets kontantstrøm. I tillegg til eksisterende fleksibilitet, ser realopsjoner også på ledelsens vilje og evne til å investere i ny fleksibilitet. Eksempler på slik fleksibilitet finnes blant annet i oljeindustrien, som er karakterisert av volatil oljepris, geologisk og teknisk usikkerhet, samt mye irreversible investeringer, og realopsjonsmetodikken har derfor vært et nyttig verktøy i å maksimere verdien av et oljefelt (Tvedt, 2000).

Da Norwegian Property har høy sikkerhet i kontantstrømmene sine som følge av langsiktige inflasjonsjusterte kontrakter, og vi ikke ser noen klare realopsjoner knyttet til selskapet, føler vi ikke at en slik verdsettelse vil gi oss noen ny informasjon utover den som har blitt fanget opp i den fundamentale verdsettelsesteknikken. Vi velger derfor ikke å bruke opsjonsbasert verdsettelse i vår verdsettelse av Norwegian Property.

Basert på det som er nevnt overfor, finner vi det naturlig å gjøre en fundamental verdsettelse av Norwegian Property, og å supplere denne med en komparativ analyse.

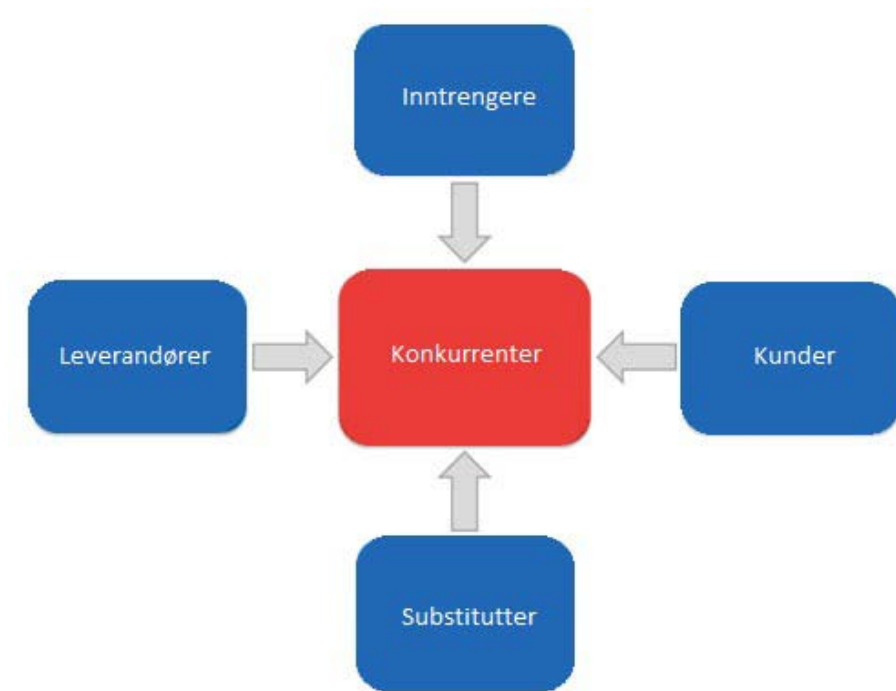
4.0 Strategisk analyse

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Formålet med en ekstern strategisk analyse er å oppnå forståelse av en virksomhets fremtidige lønnsomhet. Dette gjøres ved å avdekke bransjens lønnsomhetsmuligheter. Vi vil først utføre en analyse av bransjen selskapet opererer i, der vi tar utgangspunkt i Michael Porters fem krefter modell. Deretter vil vi utføre en analyse av makroøkonomiske forhold. Dette gjøres gjennom en PEST-analyse, der politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske forhold analyseres med mål om å oppnå en forståelse av de omgivelsene virksomheten opererer innad (Hill & Jones, 2004).

4.1.1 Porters fem krefter

Porters modell er basert på tankegangen om at bedriftens strategi bør tilpasses for best mulig å takle muligheter og trusler som oppstår i bedriftens eksterne miljø. Bedriftens strategi bør spesielt baseres på en forståelse av hvordan industrien selskapet opererer i er strukturert, og hvordan denne endres. Porter har identifisert fem ulike konkurransekrefter som former enhver industri og ethvert marked. Disse kreftene er avgjørende for hvor intens konkurransen er, og dermed hvor lønnsom og attraktiv industrien er. Størrelsen på disse kreftene er bransjespesifikk, og i bransjer med mindre press har bedrifter mulighet til å oppnå bedre lønnsomhet. Målet med bedriftens strategi bør være å forsøke å påvirke disse kreftene på en måte som forbedrer bedriftens markedsposisjon (Porter, 1980). Porters modell analyserer disse drivkreftene, og basert på informasjonen modellen gir, er bedriftens ledelse bedre i stand til å forbedre sin markedsstrategi. De ulike kreftene er satt opp i figuren på neste side (Porter, 1980):



Figur 6 - Porters fem konkurransekrefter

Kilde: Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*

Potensielle inntrengere

Muligheten for at nye konkurrenter etablerer seg på markedet avhenger i stor grad av hvilke etableringshindringer som eksisterer i bransjen. Etableringshindringene er faktorer som potensielle nykommere må overkomme for å ha mulighet til å lykkes i markedet. Høyere barrierer er positivt for de allerede etablerte bedriftene, da det gjør det vanskeligere for nye aktører å etablere seg. Dersom det er lave barrierer, vil flere aktører etablere seg, noe som vil føre til økt konkurranse (Johnson & Scholes, 2002). Noen av de største etableringshindringene som eksisterer innenfor næringseiendomsbransjen, er kapitalbehov, førstetrekksfordel og stordriftsfordeler.

Som nevnt tidligere er næringseiendom en svært kapitalintensiv bransje, noe som vil være en stor barriere for potensielle bedrifter som ønsker å etablere seg i markedet. I følge DnB NOR Næringsmeglings markedsrapport for andre halvår 2009 (DnB NOR Næringsmegling, 2009) er det også svært liten interesse blant bankene for å låne ut til næringseiendom. Grunnen til dette er

at risikoen innen næringseiendom fremdeles er ansett som høy, og at bankene har relativt høy eksponering mot sektoren allerede, over 30 prosent som vist av figuren nedenfor (Norges Bank, 2009).



Figur 7 - Bankene og kredittforetakenes utlån fordelt på næringer

Kilde: Norges Bank

I tillegg finnes det kun et begrenset antall sentrale tomter, og de selskapene som etablerte seg først vil ha fordelen av at de har kunnet velge blant de mest attraktive eiendommene. Eventuelle inntrengere vil derfor måtte nøye seg med lokaler som er mindre attraktive, da de beste lokalene som regel allerede er eid av de veletablerte bedriftene. Selv om Norwegian Property er et relativt nytt eiendomsselskap, har selskapet klart å sikre seg mange av de attraktive kontorlokalene i Oslo og Stavanger, og vil dermed ha en fordel mot eventuelle bedrifter som etablerer seg i bransjen. Dette gjør at selskapet kan ta høyere leiepris enn nyetablerte bedrifter. Dette gjelder også for hotellene som Norwegian Property eier gjennom datterselskapet Norgani Hotels, da disse som nevnt er lokalisert i større nordiske byer og preget av relativt høy kvalitet. Hotellene har dessuten lange kontrakter med store kjeder, og virker som en mer gunstig samarbeidspartner som følge av at de kan spare sine leverandører for administrasjonskostnader gjennom at leverandørene får færre hotelleiere å forholde seg til.

Både kontorutleie- og hotellsektoren har store byttekostnader, da det er svært kostbart for et selskap å bytte lokaler. For det første vil det medføre store kostnader i form av planlegging og utbygging for en bedrift å tilpasse et lokale til deres behov. For det andre vil det være en stor ulempe for bedriften å måtte bytte lokale, da den faktiske flytteprosessen kan bli tidskrevende og ikke minst kostbar. For et selskap som søker å etablere seg, vil dette bety at det kan være vanskelig å få kunder, da svært mange allerede er låst til andre selskaper.

Det kan diskuteres om næringseiendomsbransjen er vanskelig å etablere seg i. Det kreves mye kapital og et begrenset antall eiendommer med gode beliggenheter gjør at det er viktig med førstetrekksfordel. I forbindelse med finanskrisen var det vanskelig å få lån, men i den senere perioden har kapitalmarkedene vist gode tegn til bedring, og man kan derfor stille spørsmål om det høye kapitalbehovet er noen reell hindring. Førstetrekksfordel derimot forblir viktig, og Norwegian Property's attraktive næringseiendomsportefølje gjør at trusselen fra nyetableringer er moderat.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Begrepet leverandører omfatter alle kilder for innsatsfaktorer som er nødvendig for å levere varer eller tjenester. Trusselen fra leverandørenes side omhandler i første omgang at de kan øke prisene på sine tjenester eller produkter, og i andre omgang at de kan redusere kvaliteten på disse (Hill & Jones, 2004).

Når det gjelder eiendomsbransjen er banken den viktigste leverandøren. Kapital er den viktigste innsatsfaktoren for selskapene i denne bransjen, og vilkårene man får på lånene sine avhenger av hvor solid selskapet er. Dersom vi ser på renten som prisen på kapital, vil graden av finansiell gearing til et selskap avgjøre hvor sensitivt selskapet er med hensyn på renteendringer (prisendringer). Som nevnt tidligere er eiendomsbransjen karakterisert av høy grad av finansiell gearing, noe som gir bankene mye forhandlingsmakt. Denne makten blir dog redusert av at bankbransjen er karakterisert av rimelig hard konkurranse. I hovedsak koker det ned til at bankene konkurrerer om renten, og i tillegg står eiendomsselskapene for en betydelig andel av bankenes utlån. Som et resultat av dette har eiendomsselskapene muligheten til å oppnå gunstige lånevilkår ved å forhandle med de ulike bankene. Norwegian Property ASA er per i dag et av de

største børsnoterte eiendomsselskapene i Norden. På grunn av størrelsen er selskapet en stor kilde til inntekt for en bank som har selskapet i sin portefølje, noe som vil redusere banken forhandlingsmakt.

I tillegg til bankene kan entreprenører karakteriseres som en leverandør. Blant entreprenører er konkurransen for øyeblikket svært høy, som følge av redusert byggevirkksomhet. Disse har derfor lite forhandlingsmakt over eiendomsselskapene.

Kundenes forhandlingsmakt

I likhet med trussel fra leverandørenes side, handler kundenes forhandlingsmakt om hvor mye press kundene kan pålegge på priser og marginer. Homogene produkter eller tjenester og lave byttekostnader vil stille kundene i en sterkere posisjon, ved at det gir kundene muligheten til å sette leverandørene opp mot hverandre og dermed forhandle seg til gunstigere vilkår. (Johnson & Scholes, 2002)

Når det gjelder eiendomsbransjen, vil kundene i hovedsak være leietakerne. Innenfor kontorlokaler er dette som regel bedrifter, mens innenfor hotelleiendommer er dette de ulike hotellkjedene. Ved kjøp og salg av eiendommer vil i tillegg potensielle kjøpere være kunder.

Hvor stor makt leietakerne har, avhenger i stor grad av makroøkonomiske forhold og sammenhengen mellom arealledighet og arbeidsledighet. I høykonjunktur vil det være relativt stort behov for areal og dermed vil leietakerenes forhandlingsrom være mer begrenset enn ved en lavkonjunktur hvor det er flere kvadratmeter ledig. Den siste perioden har man opplevd en reduksjon innen etterspørsel etter kontorlokaler i Norge. I følge en markedsrapport fra oktober 2009 utarbeidet av DnB NOR Næringsmegling (2009) har ledigheten i kontorleiemarkedet i Oslo, Asker og Bærum økt med 279 000 kvm det siste året. Den totale ledigheten, inkludert ledige lokaler de neste 12 måneder, er nå oppe i 8,1%. Ledigheten i CDB⁵ Oslo, som represententerer 35% av brutto leieinntekter for Norwegian Property's kontorportefølje, har holdt seg stabilt det siste året. Dog har leienivået i dette området falt markant, nærmere 35% siden toppen i 2008. Det forventes at det generelle leienivået vil bli presset noe nedover som følge av

⁵ Central business district

fortsatt økende ledighet og framleieaktivitet. DnBNOR næringsmegling anslår en ledighet på 9% i løpet av 2010. Utviklingen i kontorleiemarkedet i Stavanger henger noe etter, og utslaget er heller ikke så stort som i Oslo. Ledigheten har økt noe, og leienivåene har sunket med 10-15%. Likevel ser fremtidsutsiktene i Stavanger bra ut, mye grunnet fortsatt høy aktivitet innen olje/offshore. Leietakerne forventes derfor å ha relativt god forhandlingsmakt (DnB NOR Næringsmegling, 2009).

Som med kontorutleie, har hotellsektoren også stor samvariasjon med arbeidsledighet. Lavere belegningsprosent fører til redusert omsetnings for hotellkjedene og dermed lavere leieinntekter for Norwegian Property da leiekontraktene er omsetningsbaserte. Siden Norwegian Property's to største kunder står for 85 prosent av leieinntektene til hotellporteføljen vil disse ha relativt stort forhandlingsmakt, da det å miste en av disse vil ha store konsekvenser for Norwegian Property.

Til slutt er kontorutleie- og hotellsektoren som nevnt karakterisert av store byttekostnader. Dette fører til at kundene får redusert forhandlingsmakt, siden kundene blir låst til bedriften.

Substitutter

Substitutter reduserer etterspørselen etter produkter og tjenester ved at kundens behov tilfredsstilles på en ny eller annerledes måte. Få nære substitutter gir en bedrift muligheten til å øke prisene og dermed bedre lønnsomheten (Hill & Jones, 2004).

Det eksisterer i utgangspunktet ingen fysiske substitutter når det kommer til kontorlokaler, mens ved hotelleiendom finnes noen substitutter, som hostel (vandrerhjem), motell og lignende. Selv om kontorlokaler ikke har noen fysiske substitutter, har det som følge av økt globalisering og teknologiutvikling oppstått indirekte substitutter. Dette gjelder i hovedsak at flere ansatte nå har fått muligheten til å jobbe hjemmefra, og legger derfor ikke beslag på kontorareal. De ansatte bruker også mindre areal som følge av åpne kontorløsninger og større grad av teamarbeid. Til tross for dette mangler mange muligheten til å jobbe hjemmefra, og sentrale kontorlokaler vil derfor fortsette å være attraktive.

Når det gjelder substitutter til hotelleiendommer, er dette ikke fullt så relevant for Norwegian Property's hotellportefølje. Grunnen til dette er at de i hovedsak har tre- og firestjerners hoteller,

og det er derfor vanskelig å se at moteller og hosteller skal kunne være et substitutt for kunder som ønsker hoteller av denne kvalitet. I tillegg har store hotellkjeder som Choice og Scandic Hotels fordelsprogrammer som gjør at kjedenes kunder vil holde seg til disse.

Konkurrenter

En bedrifts konkurrenter kan defineres som de bedrifter med tilsvarende produkter og tjenester rettet mot den samme kundegruppen. Her er fokuset rettet mot intensiteten av konkurranse mellom de eksisterende aktører i en bransje. Høy konkurranse resulterer i press på priser, marginer, og dermed lønnsomheten for hvert enkelt selskap i bransjen (Johnson & Scholes, 2002).

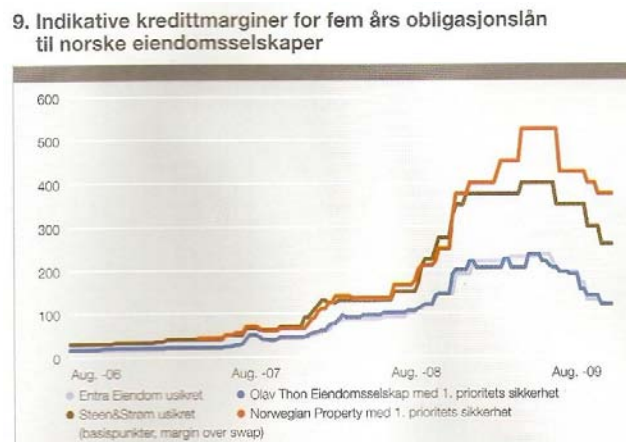
Norwegian Property's nære konkurrenter på kontorlokalesiden er de aktører som har kontorlokaler på sentralt beliggende eiendommer i Oslo eller Stavanger, eller har hotelleiendommer i større byer i Norden. Kontorlokalemarkedet er fragmentert og består av mange små utleiere. De største konkurrentene, i følge Norwegian Property, i Oslo og Stavanger er livsforsikringsselskaper, rene eiendomsselskaper som Olav Thon, Eiendomsspar og Entra, og ulike eiendomsfond og syndikater. Utenlandsk investering i det norske næringseiendomsmarkedet er fremdeles begrenset (Norwegian Property ASA, 2009b).

På hotelleiersiden er de største konkurrentene karakterisert som andre hotelleiendomsselskap, store eiendomsselskaper og fond, og forsikringsselskap. I tillegg til dette har et antall hotelloperatører sin egen hotellportefølje. De største aktørene innenfor det nordiske hotellmarkedet er Olav Thon Gruppen, Pandox, Home Properties, Wenaasgruppen, Norlandia og Capman (Norwegian Property ASA, 2009c).

Som beskrevet har Norwegian Property ASA svært mange konkurrenter, men svært få av disse har fordel av å ha eiendommer med så gunstig beliggenhet og å være så store som Norwegian Property er. Dette gjelder for kontorlokalene så vel som hotelleiendommene. Stadig økende urbanisering fører til at verdien av sentrale eiendommer øker, noe som taler til selskapets fordel.

Som vi ser av grafen på neste side har Norwegian Property en ulempe i forhold til sine konkurrenter når det kommer til finansiering (DnB NOR Næringsmegling, 2009). Banker krever

et større risikopåslag for å låne ut til Norwegian Property sammenlignet med blant annet konkurrenten Olav Thon Eiendomsselskap, da de anser Norwegian Property som et relativt mindre sikkert selskap. Dette er spesielt en ulempe for Norwegian Property som et eiendomsinvesteringsselskap, da slike selskaper typisk er preget av høy gjeldsgrad og dermed høye rentekostnader.



Figur 8 - Indikative kredittmarginer for fem års obligasjonslån til norske eiendomsselskaper

Kilde: DnB NOR Næringsmegling

4.1.2 PEST Analyse

Et PEST-rammeverk er et verktøy som tar for seg de ulike makroomgivelsene som en industri står overfor. Disse omgivelsene kategoriseres i fire ulike grupper. Hovedmålet med analysen er som med Porters fem krefter, å analysere de viktigste drivkreftene i en virksomhets omgivelser, og hvordan de påvirker den enkelte industri.

PEST rammeverk	
P Politiske faktorer	E Økonomiske faktorer
<ul style="list-style-type: none"> • Politisk stabilitet • Skattepolitikk • Handelspolitikk • Regnskapslovgivning 	<ul style="list-style-type: none"> • Sykluser • Arbeidsledighet • Inflasjon • Rentenivå • Valutakurser
S Sosiokulturelle faktorer	T Teknologiske faktorer
<ul style="list-style-type: none"> • HMS-trender • Inntektsnivå • Utdanningsnivå • Demografi 	<ul style="list-style-type: none"> • Politisk fokus • Industriens fokus • Utskiftningsrate

Tabell 4 - PEST rammeverk

Kilde: Johnson, G., & Scholes, K. (2002). *Exploring Corporate Strategy, 6th ed*

Siden PEST- analysen og Porters fem krefter er overlappende analyser, vil vi kun fokusere på de viktigste forholdene i PEST- analysen. Særlig viktig for et internasjonalt eiendomsinvesteringsselskap er makroøkonomiske faktorer som demografiske forhold, arbeidsledighet, inflasjon, generell internasjonal økonomi, rente og valutarisiko.

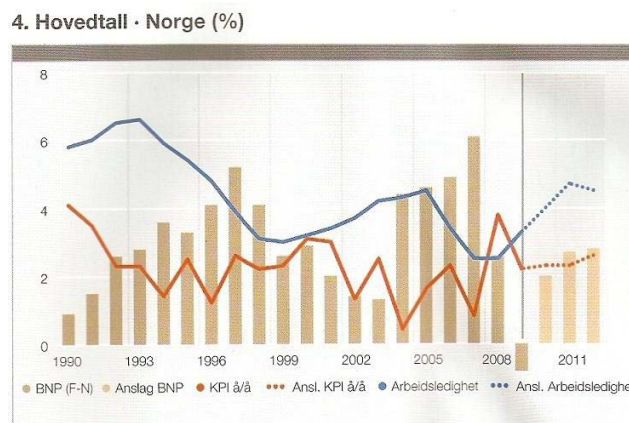
Demografi

Demografi vil være viktig i den forstand at økt urbanisering gjør sentrale tomter mer verdifulle. I tillegg har vi en ny faktor som vil bli avgjørende de neste årene, nemlig eldrebølgen. Både i Norge og Vest-Europa generelt opplever vi nå en aldrende befolkning. Fra 1943 begynte fødselstallene i Norge å øke kraftig. Fra og med år 2010 vil disse kullene ha mulighet for å pensjonere deg, og det forventes at mellom 2010 og 2013 vil 65.000 flere eldre enn i de fire foregående år gå av med pensjon (Bjørnestad, Valvik, & Sødal, 2009). Dette vil føre til en lavere etterspørsel etter kontorlokaler, da det blir færre sysselsatte innen bransjene selskaper som Norwegian Property leier ut til, og det vil bli både tidskrevende og kostbart for selskaper å

erstatte disse. Noen selskaper vil også benytte dette som en mulighet til å foreta nedskjæringer, og de vil derfor ikke fylle på med like mange som forsvinner.

Arbeidsledighet

Arbeidsledighet henger i følge Okuns lov tett sammen med et lands brutto nasjonalprodukt. Derfor er arbeidsledighet tett knyttet til et lands økonomiske vekst, og av den grunn også eiendomsmarkedet. Flere studier bekrefter at arbeidsledighet er negativt korrelert med eiendomsmarkedet. Det vil si at økt arbeidsledighet reduserer avkastningen som kan oppnås innen eiendomsmarkedet, som følge av at etterspørselen etter areal både innen privat- og næringseiendom reduseres. Dette gjelder også for hotellsektoren, da økt arbeidsledighet og lavere BNP fører til mindre reising, og dermed mindre belegging på hoteller.



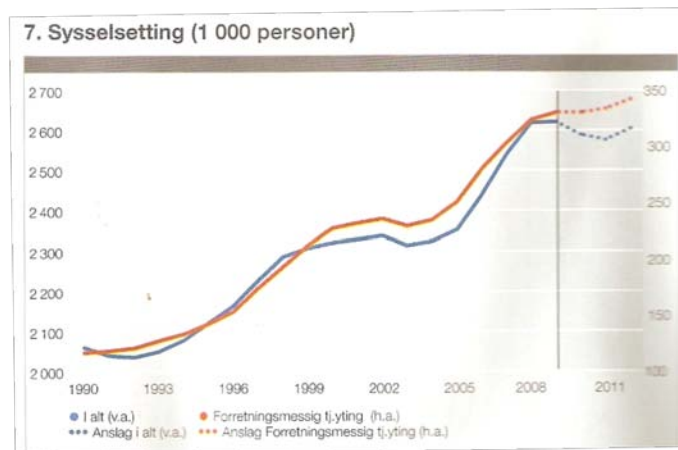
DnB NOR Næringsmegling 2-2009

Figur 9 - Hovedtall Norge

Kilde: DnB NOR Næringsmegling

Når det gjelder arbeidsledighet i Norge, har denne økt fra omtrent 2,5 prosentpoeng i 2008 og forventes i følge DnB NOR Næringsmegling å nå 4,7 prosentpoeng i 2011, som vi kan se av figuren ovenfor (DnB NOR Næringsmegling, 2009). Dette henger sammen med den negative BNP veksten den siste perioden, og den svake forventede veksten fremover, som vi kan se av

figuren. Figur 11 nedenfor viser oversikten over sysselsetting i Norge siden 1990 (DnB NOR Næringsmegling, 2009). Vi ser at sysselsetting innen forretningsmessig tjenesteyting forventes å øke noe svakere enn tidligere frem mot 2011.



Figur 10 - Sysselsetting i Norge

Kilde: DnB NOR Næringsmegling

Inflasjon

En annen makroøkonomisk faktor med stor påvirkningskraft er inflasjon. I 2001 innførte Norges Bank et inflasjonsmål på 2,5 %, som styres ved hjelp av pengepolitikken (Norges Bank, 2004). Høy aktivitet i økonomien fører til økt inflasjon, og for å holde inflasjonsmålet ved like må derfor Norges Bank øye styringsrenten. En lav inflasjon kan sies å ha både positive og negative konsekvenser for eiendomsmarkedet. På den ene siden vil vi da ha lav rente, noe som er gunstig for selskaper med mye lån, og dette er vanlig blant eiendomsselskaper. På den andre siden er en lav rente assosiert med lav produksjon, høy arbeidsledighet, og redusert etterspørsel etter kontorlokaler og hotellrom. Høy inflasjon vil derimot skape høy rente, og er assosiert med høy produksjon, lav arbeidsledighet og økt etterspørsel etter kontorlokaler og hotellrom. Rentekostnaden vil bli høy, men på den annen side blir dette absorbert av høy inflasjon, noe som fører til at realverdien av gjelden reduseres. En fordel for eiendomsselskap som opererer med inflasjonsjusterte leiekontrakter, slik som Norwegian Property, er at de får samme realverdi av

leieinntektene sine uavhengig av inflasjonsnivå. Som figur 10 viser forventes inflasjonen å holde seg rundt inflasjonsmålet på 2,5 prosentpoeng.

Generell internasjonal økonomi

Som følge av forventning om bedre makroøkonomiske utsikter antas det at den negative utviklingen i forbindelse med finanskrisen er i ferd med å flate ut. De underliggende makroøkonomiske utsiktene målt i BNP viser også tegn til positivitet, men usikkerheten er fortsatt betydelig når man tar hensyn til forholdsvis høy arbeidsledighet og generelt høy statsgjeld verden over. Den norske økonomien har dog klart seg bedre enn gjennomsnittet, og har ikke vært fullt så påvirket av finanskrisen (Tanderø, 2010).

Som nevnt tidligere kommer mesteparten av leieinntektene i Norwegian Property's hotellsektor fra Sverige. Sverige har blitt svært påvirket av den internasjonale krisen, og har opplevd kraftig fall i BNP den siste perioden, faktisk det største siden andre verdenskrig. Sverige er svært eksponert internasjonalt som følge av en stor eksportsektor. En ekspansiv finanspolitikk og nær nullrente det neste året taler dog for sterk økonomisk vekst i Sverige mot 2011. Det svenske rentenivået kan derfor bli høyt i en internasjonal sammenheng om noen år (DnB NOR Eiendomsfond AS, 2009).

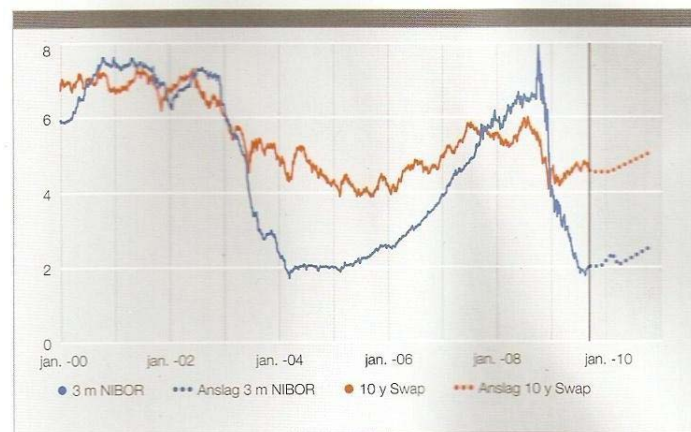
Av Norganis marked er det Norge og Finland som har hatt den dårligste utviklingen i RevPAR⁶. Til tross for Sveriges dårlige økonomiske utvikling har hotellmarkedet holdt seg godt, og her har Norgani hatt den minst negative utviklingen i RevPAR (Norwegian Property ASA, 2010).

Rente

For selskaper med høy belåning og generelt mye lån er lav rente en fordel ved at rentekostnadene reduseres betydelig. Som følge av finanskrisen har land verden over satt ned styringsrenten for å stimulere økonomien. I svært mange land har vi nå tilnærmet nullrente, og det forventes at rentene skal fortsette å være lave den neste tiden.

⁶ Omsetning per tilgjengelig rom (Revenue Per Available Room)

6. Renter (%)



DnB NOR Næringsmegling 2-2009

Figur 11 - Rentenivå i Norge

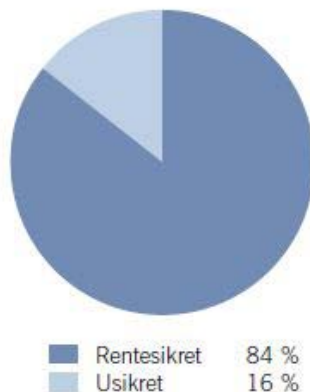
Kilde: DnB NOR Næringsmegling

Som figur 11 ovenfor viser er ikke Norge noe unntak. Renten er lav, og det er forventet at den skal holde seg lav framover. Ulemper knyttet til lav rente for allerede etablerte eiendomsselskaper er at dette reduserer kapitalkostnaden ved å etablere seg slik at det er fare for flere inntrengere. En lav rente vil føre til en økning i eiendomsprisene, og dette er positivt for allerede etablerte selskaper da de kan skrive opp eiendommene i verdi. En høy rente vil føre til en reduksjon i årsresultatet gjennom økte kapitalkostnader, og selskaper vil derfor forsøke å til størst grad immunisere seg mot denne risikoen. Det finnes mye teori rundt risikostyring i selskaper, mer presist om selskaper bør drive med risikostyring. Påstanden om irrelevans ved hedging⁷ sier at risikostyring ikke øker verdien til et selskap når kostnaden for en investor av å sikre seg mot risiko er like stor innenfor selskapet som den er i kapitalmarkedet utenfor (Stulz, 2002).

Konsernet Norwegian Property ASA har som policy at minimum 70 prosent av selskapets renteeksponering i forretningseiendomsporteføljen, og 50 prosent i hotellporteføljen, skal være rentesikret. Som figuren på neste side viser, var 84 prosent av konsernets rentebærende gjeld rentesikret ved utløpet av 2008 (Norwegian Property ASA, 2009c).

⁷ Hedging irrelevance proposition

Andel rentesikret gjeld
per 31.12.2008



Figur 12 - Andel rentesikret gjeld

Kilde: Norwegian Property årsrapport 2008

Den høye graden av rentesikring gjør at selskapets finanskostnader blir lite påvirket av kortsiktige svingninger i pengemarkedsrenten. Konsernets gjeld som har kortsiktig rentebinding har normalt bindingsperioder på tre måneder. Det må nevnes at det er en bransjenorm å rentesikre gjelden sin, som følge av høy gjeldsgrad, og gir dermed ikke Norwegian Property noen strategisk fordel.

Valutarisiko

Selskaper som opererer internasjonalt er som regel eksponert for valutarisiko i flere forskjellige valutaer. Som følge av denne eksponeringen, påvirkes bedriften av svingninger i en eller flere valutakurser. Direkte påvirkning, transaksjonsrisiko, kommer av at et selskaps inntekter eller kostnader er i fremmed valuta, og at de før eller siden må konverteres til selskapets lokale valuta. Indirekte påvirkning, omregningsdifferanser, kan komme ved at et datterselskap har eiendeler bokført i fremmed valuta, og svingninger mellom denne og valutaen regnskapet føres i, vil endre balanseført verdi og dermed også resultatregnskapet (Madura & Fox, 2007).

Norwegian Property er utsatt for valutarisiko gjennom sitt heleide datterselskap Norgani Hotels. Som følge av at datterselskapet har virksomhet i Sverige (SEK), Danmark (DKK) og Finland (EUR) vil valutasvingninger føre til at netto eiendeler er utsatt for risiko ved omregning. Denne valutarisikoen styres i hovedsak gjennom låneopptak i de aktuelle utenlandske valutaene. Den overordnede retningslinjen for Norgani Hotels er at minst 70 % av nettoeksponeringen skal være sikret til en hver tid (Norwegian Property ASA, 2009c).

4.1.3 Oppsummering ekstern analyse

Formålet med den eksterne analysen var å avdekke muligheter og trusler innenfor Norwegian Property's markeder. Muligheten til å generere superprofitt må ses i sammenheng med alle omgivelsene selskapet opererer i. Vi har benyttet Porters konkurransemodell og supplert denne med en PEST-analyse for å avdekke mulighetene Norwegian Property har for å skape superprofitt gjennom deres strategiske posisjon.

I konkurranseanalysen ble selskapets omgivelser kartlagt på bransjenivå, der vi forsøkte å avdekke eventuelle konkurransefortrinn i forhold til de fem konkurransekraftene gjennom hvordan selskapet har posisjonert seg. En fellesnevner gjennom hele analysen var selskapets sentrale og attraktive eiendommer. Disse er svært vanskelig for konkurrenter å kopiere, og gir derfor Norwegian Property en strategisk fordel. Som vi nevnte er gode eiendommer vanskelig for eventuelle inntrengere å imitere, leietakere vil betale mer for disse, og det er usannsynlig at sentrale eiendommer vil bli substituert i nær framtid. De attraktive eiendommene, både hoteller og kontorlokaler, er den absolutt største konkurransefordelen Norwegian Property har. I tillegg har selskapet omsetningsbaserte kontrakter med svært store og robuste hotellkjeder i hotellsektoren.

Vi brukte så PEST-analysen som et supplement til Porters konkurranseanalyse. Da disse er overlappende analyser, valgte vi å kun fokusere på de forholdene i en PEST analyse som er særlig viktige for et eiendomsinvesteringsselskap. Dette var makroøkonomiske faktorer som demografiske forhold, rente, inflasjon, valutarisiko, arbeidsledighet og internasjonal økonomi. Et eiendomsselskap er svært følsomt for renteendringer som følge av høy gjeldsgrad, og i tillegg til

denne renterisikoen har Norwegian Property valutakursrisiko da de opererer i flere land. De har til en stor grad immunisert seg mot disse risikoene gjennom å binde renten og låne i ulike utenlandske valuta. Denne rentesikringen er forholdsvis kortsiktig, og er på lengre sikt vil derfor selskapet likevel være preget av renterisiko. Selskapet har også gjort seg immun seg mot inflasjon ved å inflasjonsjustere en stor andel av kontraktene med leietakere. Det er likevel tvilsomt at selskapet har et konkurransefortrinn på dette området, da dette er vanlig praksis. Den generelle økonomien i landene hvor Norwegian Property opererer er på bedringens vei etter finanskrisen, og det forventes en positiv utvikling framover, men hotellsektoren henger noe etter i den makroøkonomiske syklusen.

På bakgrunn av denne analysen kan vi konkludere med at Norwegian Property's konkurransefordel hovedsakelig ligger i selskapets attraktive eiendommer, både kontorlokaler og hoteller. Selskapet har også kontrakter med store og robuste hotellkjeder, noe som er svært positivt fordi det øker selskapets inntekter, da kontraktene med disse kjedene er omsetningsbaserte, og det er mindre mulighet for at en av de store kjedene går konkurs.

4.2 Intern analyse

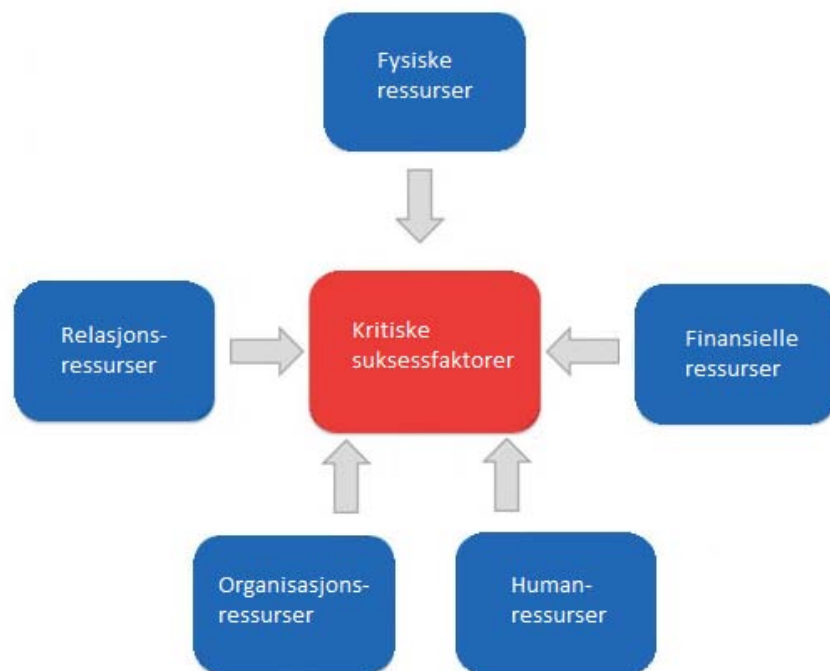
Den interne analysen tar utgangspunkt i de interne ressursene og analyserer disse med den hensikt å avdekke selskapets konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn kan være midlertidig eller vedvarende, og sies å være markedsteoriens betegnelse på lønnsomhet. Formålet med analysen er å finne de styrkene og svakhetene selskapet innehar knyttet til ressursene. En bedrift har et konkurransefortrinn dersom den klarer å oppnå en høyere avkastning enn bedriftsgjennomsnittet i sin bransje. Fortrinnet kan sies å være vedvarende dersom den høye avkastningen oppnås over flere år (Roos, Krogh, Roos, & Fernström, 2005). Bedre lønnsomhet kan komme i to former, enten at bedriften har lavere kostnader enn konkurrentene, eller høyere oppfattet kvalitet.

Om vi tar utgangspunkt i et ressursbasert perspektiv, forklares forskjeller i bedrifters konkurransekrefter ut fra ressursene de ulike bedriftene besitter. Ved dette perspektivet beskrives bedriften som en portefølje av sine ressurser. Selv om bedriftens evne til å oppnå meravkastning

er en funksjon av forhold i omgivelsene, avhenger den også i stor grad av hvordan selskapet anvender de ressursene det disponerer (Roos et al., 2005). For at en bedrift skal kunne ha langvarig konkurransefortrinn, må deres ressurser i følge Roos et al. (2005) oppfylle følgende krav:

- De må være verdifulle.
- De må være sjeldne blant konkurrentene og i markedet.
- De må være svært vanskelige for konkurrentene å imitere.
- Likeverdige substitutter må ikke eksistere

Denne modellen er kjent som VRIO⁸ modellen.



Figur 13 - Rammeverk for intern analyse

Kilde: Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*

⁸ Valuable, Rare, Imitable, Organized

Basert på rammeverket ovenfor vil vi se nærmere på de ressursene som vi mener er kritiske for Norwegian Property.

Fysiske ressurser

Som tidligere nevnt forsøker Norwegian Property hele tiden å utvikle og optimalisere sin eiendomsportefølje. Dette har ført til at de har oppnådd en diversifisert portefølje med næringseiendommer på gode og sentrale beliggenheter. Leietakere er villige til å betale mer for eiendommer med god lokalisering, da slike eiendommer har begrenset tilgjengelighet. Til tross for teknologiutviklingen og bedret kollektivtransport fortsetter sentrale eiendommer å være svært ettertraktet, og det er vanskelig å se at disse kan erstattes med mindre sentrale eiendommer. Dette vises blant annet ved at Norwegian Property's kontorportefølje har en ledighet på under en prosent. De fysiske ressursene gir selskapet et solid fortrinn i forhold til mange av sine konkurrenter.

Menneskelige ressurser

For et eiendomsselskap vil det i hovedsak være styret og ledelsen som kan anses som en ressurs. Selv om Norwegian Property et ungt selskap, har ledelsen lang fartstid innen eiendomsbransjen gjennom andre lignende selskaper. Selskapet hentet også nylig inn en erfaren leder, Olav Line. Olav Line har 25 års erfaring fra det nordiske eiendomsmarkedet, og har også fått tillatelse til å hente inn en ny finansdirektør (Bjørndal, 2009), noe som kan føre til bedre samarbeid innad i ledelsen.

Selv om det virker som om Norwegian Property har et godt styre og en god ledelse, er det svært vanskelig å si om dette er noe virkelig konkurransefortrinn, da konkurrentene også sitter med mange erfarne medarbeidere.

Finansielle ressurser

Det finnes både styrker og svakheter knyttet til Norwegian Property's finansielle ressurser. Blant styrkene har vi følgende forhold:

- Langsiktige inflasjonsjusterte leiekontrakter med lang gjenværende levetid og solide leietakere
- Høy grad av rentesikring, der langtidsstrategien involverer å hedge 75 prosent av total renteeksponering
- God tilgang til kapitalmarkedet da Norwegian Property er blant de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs

Det finnes derimot også flere svakheter knyttet til selskapets finansielle ressurser. Blant disse har vi (Haagensen, 2010):

- Refinansieringsrisiko i 2012, da om lag 11 milliarder av gjelden forfaller.
- Høy finansiell gearing i forhold til genererte midler fra driften. Sammenlignet med lignende eiendomsselskap har Norwegian Property en lav andel av driftsinntekter til total gjeld, som var estimert til 2.3 prosent ved slutten av året 2009. Selskapets LTV⁹ var dessuten lik 76,4 % i tredje kvartal 2009.
- Oppkjøp av Norgani i andre halvdel 2007 forverret virksomhetens risikoprofil og økte den finansielle gearingen. Dette blir dog noe redusert som følge av at hotellene Norgani eier har historisk sett vært noe mindre påvirket av konjunkturendringer.

4.2.1 Oppsummering intern analyse

Tabellen på neste side viser en oppsummering av de ulike interne forholdene i Norwegian Property som vi har diskutert i denne delen av analysen.

⁹ Loan to value

Ressurser	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-imiterbar?	Utnyttet av organisasjonen?	Konkurransemessige implikasjoner	Ytelse
Fysiske	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransemessig fordel	Over bransjegjennomsnitt
Menneskelige	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet	Gjennomsnittlig
Finansielle	Nei	-	-	-	Konkurransemessig ulempe	Under bransjesnitt

Tabell 5 - Oppsummering VRIO

I den interne analysen har vi fokusert på det vi føler er de viktigste ressursene til et eiendomsselskap som Norwegian Property. Først analyserte vi de fysiske ressursene, og med utgangspunkt i denne analysen kan vi konkludere med at selskapets eiendomsportefølje oppfyller alle kravene i en VRIO-analyse. Dette betyr at Norwegian Property gjennom sine eiendommer har et varig konkurransefortrinn. Det gir også grunn for å anta at selskapet oppnår rentabilitet over bransjegjennomsnittet, superprofitt.

Videre undersøkte vi de menneskelige ressursene i Norwegian Property. Selskapet har en sterk ledelse som innehar mye erfaring, noe som kan karakteriseres som en verdifull ressurs. Dette er derimot ingen sjelden ressurs, da konkurrentene selv innehar en relativt høy grad av kompetanse. Norwegian Propertys humankapital kan derfor verken sies å være en ulempe eller en fordel for selskapets konkurransedyktighet.

Til slutt analyserte vi selskapets finansielle ressurser. Den største usikkerheten med tanke på selskapets finansielle situasjon er relatert til den store gjelden det har opparbeidet seg.

Rentebetingelsene Norwegian Property har forhandlet seg til er ikke bedre enn markedet, heller dårligere da Norwegian Property har svært høy gjeldsgrad. I tillegg er det verdt å merke seg at svært mye av gjelden skal reforhandles om kort tid, og det er usikkert hvilke betingelser de kan forvente å få på denne, slik at det er risiko knyttet til dette. De finansielle ressursene til Norwegian Property karakteriserer vi dermed som en konkurransemessig ulempe.

4.3 Oppsummering strategisk analyse

Ved å utføre en strategisk analyse har vi undersøkt hvordan Norwegian Property's fremtidige inntjeningsevne påvirkes av ulike interne og eksterne forhold. Denne kvalitative analysen skal sammen med en regnskapsanalyse hjelpe oss med å budsjettere selskapets fremtidsregnskap. Formålet med den strategiske analysen har vært å undersøke selskapets evne til å generere superprofitt.

I den strategiske analysen har vi valgt å fokusere mer på de eksterne forholdene i forhold til de interne. Grunnen til dette er at det er relativt få interne faktorer og prosesser som påvirker et selskap som driver med uleie av næringseiendom og hoteller. De er derimot i stor grad påvirket av eksterne forhold, både makroøkonomiske og bransjespesifikke.

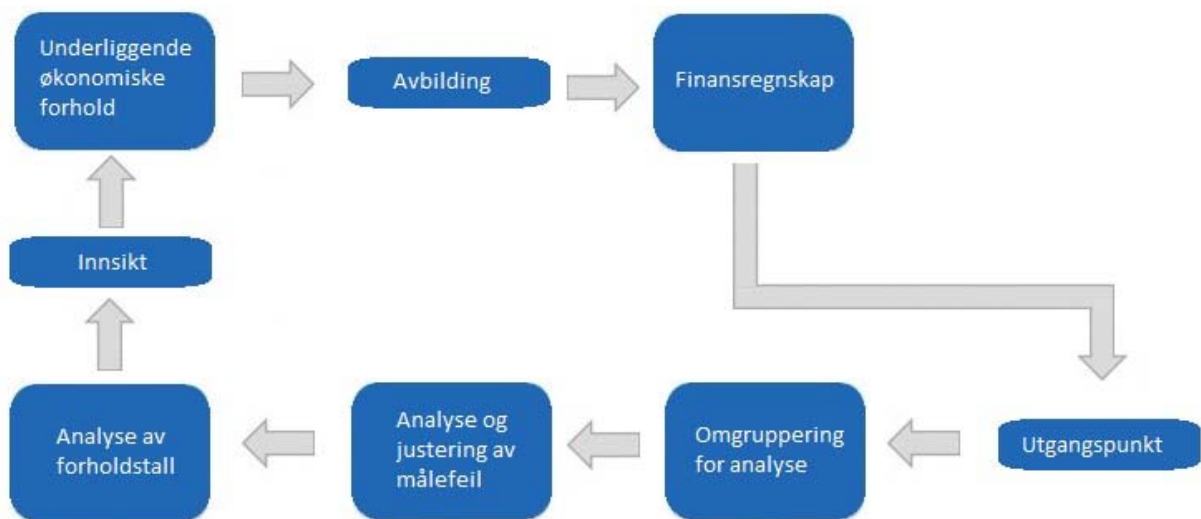
Vi har brukt ulike metoder med formål å undersøke eventuelle konkurransefordeler Norwegian Property kan inneha. Ved å utføre en ekstern analyse konkluderte vi med at Norwegian Property's gode og sentrale eiendommer gir selskapet en konkurransemessig fordel. Det finnes få substitutter til sentrale eiendommer, og det er vanskelig for nyetablerte bedrifter å skaffe seg disse uten å måtte betale overpris. Dette gir grunnlag til en avkastning høyere enn avkastningskravet. Inflasjonen i Norge forventes å holde seg på rundt 2,5 %, og siden Norwegian Property har inflasjonsjusterte kontrakter, forventer vi en økning i leieprisene fremover. Denne økningen støttes ytterligere opp av en forventet bedring i næringseiendomsmarkedet fremover som følge av vekst i BNP, noe som taler for at leieinntektene til Norwegian Property vil øke i høyere takt enn inflasjonen fremover.

Selskapet har også interne ressurser som er med på å kunne skape superprofitt, da særlig de fysiske ressursene. Eiendommene til Norwegian Property kommer både inn i den interne og den eksterne analysen. Dette viser hvor viktig strategisk og sentralt beliggende eiendommer er for et eiendomsinvesteringsselskap. I følge flere anerkjente forfattere innen finans, deriblant Penman (2010), vil rentabiliteten til et firma i en gitt bransje nærme seg bransjegjennomsnittet over tid. I en bransje hvor noen selskaper klarer å holde en relativt høy rentabilitet, vil dette bli konkurrert bort over tid, og de selskapene som leverer for dårlige resultater og dermed gir for lav rentabilitet, vil enten klare å bedre dette, eller gå konkurs. Når man derimot sitter på spesielle

ressurser som oppfyller alle kravene i en VRIO analyse, har man en mulighet til å generere avkastning utover bransjegjennomsnittet over lengre tid. En strategisk analyse alene er ikke nok til å komme med en konklusjon, og vi vil derfor undersøke finansregnskapet for å avdekke selskapets strategiske posisjon.

5 Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, der målet er å klargjøre og avdekke underliggende økonomiske forhold i Norwegian Property. Dette brukes så til å utarbeide et fremtidsregnskap og et avkastningskrav for å verdsette Norwegian Property's aksje. Analysen vil basere seg på følgende rammeverk utarbeidet av Knivsflå (2009):



Figur 14 - Rammeverk for regnskapsanalyse

Kilde: Kjell Henry Knivsflå¹⁰

Ulik informasjon fra et selskap vil være til nytte for ulike interessenter. I denne regnskapsanalysen vil vi ta utgangspunkt i en investors synspunkt, da målet er å gi en verdsettelse av selskapet. Investorer er ute etter informasjon som viser de underliggende verdiene i selskapet. En investororientert analyse vil derfor i hovedsak fokusere på informasjon relatert til

¹⁰ Takk til Kjell Henry Knivsflå for tilgang til hans forelesningsnotater.

selskapets lønnsomhet, vekst og egenkapital. Denne informasjonen gjør en potensiell investor i stand til å foreta avgjørelser vedrørende eventuelle investeringer i selskapet.

Når man foretar en regnskapsanalyse, er valg av analysenivå, analyseperiode og sammenligningsgrunnlag kritisk. For å oppnå en forståelse av Norwegian Property's situasjon er det viktig å først se nærmere på historiske regnskapstall. Norwegian Property har som nevnt to forretningsområder: forretningseiendom og hotelleiendom. Vi vil først ta utgangspunkt i regnskapstall på konsernnivå og verdsette Norwegian Property som en samlet enhet. Deretter vil vi analysere forretningsområdene separat og sammenligne dette med verdien av selskapet som en enhet.

Videre bør lengden av analyseperioden bestemmes av hvor stabilt selskapet har vært over tid. En kort analyseperiode bør velges for selskaper preget av mye turbulens, eller hyppige oppkjøp av nye forretningsområder. For mer stabile selskaper bør derimot en lengre analyseperiode legges til grunn. Norwegian Property er et forholdsvis ungt selskap som har vært preget av mye vekst den første perioden, og historiske data vil derfor ikke nødvendigvis være representative for fremtiden. For et slikt selskap anbefales derfor en kortere analyseperiode og siden selskapet er såpass ungt, vil vi basere analysen på hele selskapets levetid, nærmere bestemt regnskapsårene 2006 – 2009.

5.1 Presentasjon av rapporterte tall

På de neste sidene følger en sammenfatning av resultatregnskap og balanse for Norwegian Property i perioden 2006 – 2009. Tall for 2009 er hentet fra 4. kvartalsrapport 2009, og tallene har derfor ikke blitt revidert.

Resultatregnskap

Alle tall i 1000 kroner	2006	2007	2008	2009E
Leieinntekter	410 133	1 193 189	1 866 774	1 767 665
Andre inntekter	4 640	2 497	0	0
Brutto leieinntekter	414 773	1 195 686	1 866 774	1 767 665
Velikehold og eiendomsrelaterte kostnader	-20 216	-81 424	-152 151	-147 031
Andre driftskostnader	-42 846	-77 943	-131 562	-165 901
Sum driftskostnader	-63 062	-159 367	-283 713	-312 932
Driftsresultat før verdiendring investeringseiendommer	351 711	1 036 319	1 583 061	1 454 733
Verdiendring investeringseiendommer	393 244	1 219 138	-3 987 503	-1 517 369
Gevinst ved salg av investeringseiendommer	0	9 281	34 362	-7 104
Nedskrivning av goodwill	0	0	-220 968	-308 832
Driftsresultat	744 955	2 264 738	-2 591 047	-378 571
Finansinntekt	13 521	67 972	26 627	42 233
Finanskostnad	-295 762	-958 863	-1 353 046	-1 098 198
Endring i markedsverdi finansielle instrumenter	76 743	276 749	-1 201 439	35 518
Netto finansposter	-205 498	-614 143	-2 527 858	-1 020 447
Ordinært resultat før skatt	539 457	1 650 595	-5 118 905	-1 399 018

Tabell 6 - Ordinært resultatregnskap

Eiendeler

Alle tall i 1000 kroner	2006	2007	2008	2009E
Anleggsmidler				
Finansielle derivater	105 102	9 550	37 333	12 190
Goodwill	-	1 064 987	885 642	580 230
Investerings eiendom	13 919 570	31 113 889	27 312 567	23 732 704
Anlegg under utførelse	1 150 801			
Andre varige driftsmidler	9 443	2 965	9 858	6 997
Aksjer og andeler	-	1 623	2 014	1 691
Fordringer	-	1 575	11 192	8 883
Sum anleggsmidler	15 184 916	32 194 589	28 258 607	24 342 695
Omløpsmidler				
Finansielle derivater	187 233	678 673	127 475	24 273
Selgers garantistillelse for fremtidige leieinntekter	91 370	6 200	-	-
Kundefordringer	78 303	186 369	172 125	93 037
Andre fordringer	93 647	180 780	193 896	4 825
Kontanter og kontantekvivalenter	1 252 462	635 476	174 220	248 216
Sum omløpsmidler	1 703 015	1 687 498	667 716	370 351
SUM EIENDELER	16 887 931	33 882 087	28 926 323	24 713 046

Tabell 7 - Ordinær balanse del 1

Egenkapital og gjeld

Alle tall i 1000 kroner	2006	2007	2008	2009E
Egenkapital				
Aksjekapital	2 462 823	2 637 039	5 040 885	
Overkursfond	900 171	1 211 081	1 196 268	
Annen innbetalt egenkapital	1 500 000	1 500 000	1 500 000	
Innbetalt egenkapital				9 206 357
Opptjent resultat	389 636	1 310 962	-3 127 701	-4 296 643
Annen egenkapital	75 763	7 818	391 708	8 282
Minoritetsinteresser	44 834	1 688 867	-	-
- Forpliktelse til å kjøpe aksjer i datterselskap	-	-1 524 863	-	-
Sum egenkapital	5 373 227	6 830 903	5 001 160	4 917 996
Langsiktig gjeld og forpliktelser				
Finansielle derivater	-	-	106 272	-
Utsatt skatt	119 610	1 521 767	565 496	365 497
Rentebærende gjeld	10 876 787	21 733 946	21 021 975	17 781 346
Langsiktig gjeld og forpliktelser	10 996 397	23 255 713	21 693 743	18 146 844
Kortsiktig gjeld				
Finansielle derivater	21 518	26 075	689 854	498 959
Rentebærende gjeld	100 800	1 498 193	818 611	597 492
Rentebærende forpliktelse til å kjøpe aksjer i dattersels	-	1 595 837	-	-
Leverandørgjeld	115 317	44 086	29 432	15 486
Annen gjeld	280 672	631 279	693 523	536 270
Kortsiktig gjeld	518 307	3 795 470	2 231 420	1 648 206
Sum gjeld	11 514 704	27 051 183	23 925 163	19 795 050
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	16 887 931	33 882 087	28 926 323	24 713 046

Tabell 8 - Ordinær balanse del 2

5.2 Reformulering av resultatregnskap og balanse

For å kunne gjennomføre en regnskapsanalyse senere i oppgaven er vi avhengige av å først omformulere regnskapet slik at det passer vår verdsettelsesteknikk. Da vi som nevnt foretar analysen fra en investors perspektiv, vil vi reformulere resultatregnskap og balanse til å passe en investororientert analyse.

I følge Penman (2010) er det første steget å reformulere egenkapitaloppstillingen slik at vi kan analysere hvordan egenkapitalen endres i løpet av regnskapsperioden. Endringen i egenkapitalen forklares av periodens "comprehensive income" og nettoeffekten av transaksjoner med aksjonærene. "Comprehensive income" er selskapets fullstendige nettoresultat, og består av nettoresultatet fra regnskapet, i tillegg til annen "comprehensive income", også kjent som "dirty surplus". Kongruensprinsippet i Regnskapsloven § 4-3 krever at inntekter og kostnader, gevinst og tap skal regnskapsføres i resultatregnskapet og inngå i nettoresultatet til egenkapitalen. "Dirty surplus" er et brudd på dette prinsippet, og må omgrupperes for å få et korrekt resultatregnskap. I Norwegian Property's tilfelle inneholder "dirty surplus" posten finansielle derivater og valutaeffekter. Kjøp av minoritetsandeler i datterselskap er en post som kommer som følge av Norwegian Property's oppkjøp av datterselskapet i 2007. Da denne posten er ført som en balansepost i balansen for 2007, har vi latt den være som en transaksjon med aksjonærer, og ikke dirty surplus. Definisjonen av denne posten har uansett svært lite å si for fremtidsbudsjetteringen og dermed verdsettelse av selskapet. Vi har dessuten skilt ut minoritetsinteressene fra alminnelig egenkapital i tråd med Penman (2010).

Alle tall i 1000 kroner	2006	2007	2008	2009
Total egenkapital IB 01.01	0	5 373 227	6 830 903	5 001 160
Transaksjoner med aksjonærer				
Aksjeutstedelser	4 862 994	485 126	2 389 033	1 469 204
Utbetalt utbytte	0	-263 704	-263 704	0
Forpliktelse til å kjøpe aksjer i datterselskap		-1 524 863		
Kjøp av minoritetsandeler i datterselskap			-116 570	
Minoritetsinteresser fra oppkjøp	44 834	1 644 032	-164 003	0
Sum transaksjoner	4 907 828	340 591	1 844 756	1 469 204
"Comprehensive income"				
Årsresultat	389 636	1 185 030	-4 058 389	-1 168 942
Finansielle derivater	75 763	-67 945	-58 405	50 398
Valutaeffekter			442 295	-433 824
Sum comprehensive income	465 399	1 117 085	-3 674 499	-1 552 368
Total egenkapital UB 31.12	5 373 227	6 830 903	5 001 160	4 917 996
Minoritetsinteresser	44834	1 688 867	0	0
Alminnelig egenkapital	5 328 393	5 142 036	5 001 160	4 917 996

Tabell 9 - Endring egenkapital etter reformulering

5.2.1 Oppdeling i drifts- og finansieringsaktiviteter

Lønnsomhet som genererer verdi kommer fra en bedrifts driftsrelaterte aktiviteter. Dette fordi driftsrelaterte aktiviteter utnytter den investerte kapitalen til å produsere varer eller tjenester, og det er disse varene eller tjenestene som skaper verdi for et selskap. Enkelt sagt er en bedrift avhengig av kunder for å overleve, og det er summen bedriften får fra disse kundene som utgjør selskapets verdi. Verdsattelsesmodeller tar derfor utgangspunkt i at det er de driftsrelaterte aktivitetene, og investering i disse aktivitetene, som skaper verdi (Penman, 2010). For å vurdere en bedrifts lønnsomhet må dermed regnskapet deles opp driftsrelaterte poster, og finansielle poster. I tillegg skilles minoritetsinteresser ut fra alminnelig egenkapital. Ved å gjøre dette kan vi kartlegge verdien generert av driften, og finansieringskostnaden. Hovedmålet er å finne driverne til avkastning på alminnelig egenkapital samt vekst i inntjening, for så å bruke disse til å utarbeide et fremtidsregnskap og utføre en verdsettelse (Penman, 2010).

På de neste sidene følger reformulert balanse og resultatregnskap:

Driftsrelatert reformulert balanse

Alle tall i 1000 kroner	2006	2007	2008	2009E
Driftsrelaterte eiendeler				
Goodwill	-	1 064 987	885 642	580 230
Investeringseiendom	13 919 570	31 113 889	27 312 567	23 732 704
Anlegg under utførelse	1 150 801			
Andre varige driftsmidler	9 443	2 965	9 858	6 997
Fordringer	-	1 575	11 192	8 883
Selgers garantistillelse for fremtidige leieinntekter	91 370	6 200	-	-
Kundefordringer	78 303	186 369	172 125	93 037
Andre fordringer	93 647	180 780	193 896	4 825
Sum driftsrelaterte eiendeler (OA)	15 343 134	32 556 765	28 585 280	24 426 676
Driftsrelaterte forpliktelser				
Utsatt skatt	119 610	1 521 767	565 496	365 497
Leverandørgjeld	115 317	44 086	29 432	15 486
Annen gjeld	280 672	631 279	693 523	536 270
Sum driftsrelaterte forpliktelser (OL)	515 599	2 197 132	1 288 451	917 253
NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER (NOA)	14 827 535	30 359 633	27 296 829	23 509 423

Tabell 10 - Driftsrelatert reformulert balanse

I tabellen over er det noen av postene som ikke er selvforklarende, deriblant fordringer, selgers garantistillelse for fremtidige leieinntekter, andre fordringer og annen gjeld. Fordringer er tilgodehavende oppstått i forbindelse med drift, og den skal dermed føres under driftsrelaterte eiendeler. Selgers garantistillelse for fremtidige leieinntekter er en fordring Norwegian Property har som følge av forskuddsbetaling, og derfor forbundet med driften. Andre fordringer inneholder hovedsaklig påløpt inntekt og utsatt kostnad i forbindelse med drift. Når det kommer til den siste posten, annen gjeld, består den av offentlige avgifter og skyldig lønn, begge er poster som kommer direkte av driften til selskapet og er heller ikke rentebærende. Det samme gjelder for utsatt skatt og leverandørgjeld.

Finansrelatert reformulert balanse

Alle tall i 1000 kroner	2006	2007	2008	2009E
Finansielle eiendeler				
Finansielle derivater (Anleggsmidler)	105 102	9 550	37 333	12 190
Aksjer og andeler	-	1 623	2 014	1 691
Finansielle derivater (Omløpsmidler)	187 233	678 673	127 475	24 273
Kontanter og kontantekvivalenter	1 252 462	635 476	174 220	248 216
Sum finansielle eiendeler (FA)	1 544 797	1 325 322	341 042	286 370
Finansielle forpliktelser				
Langsiktige finansielle derivater	-	-	106 272	-
Kortsiktige finansielle derivater	21 518	26 075	689 854	498 959
Langsiktig rentebærende gjeld	10 876 787	21 733 946	21 021 975	17 781 346
Kortsiktig rentebærende gjeld	100 800	1 498 193	818 611	597 492
Rentebærende forpliktelse til å kjøpe aksjer i datterselskap	-	1 595 837	-	-
Sum finansielle forpliktelser (FL)	10 999 105	24 854 051	22 636 712	18 877 797
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE (NFO)	-9 454 308	-23 528 729	-22 295 670	-18 591 427
Minoritetsinteresser	44 834	1 688 867	0	0
ALMINNELIG EGENKAPITAL (CSE)	5 328 393	5 142 037	5 001 159	4 917 996

Tabell 11 - Finansrelatert reformulert balanse

Både de kortsiktige og de langsiktige finansielle derivatene er rentebærende og er knyttet til Norwegian Property's gjeld. Disse blir derfor klassifisert som finansielle forpliktelser. Videre er rentebærende forpliktelse til å kjøpe aksjer i datterselskap gjeld Norwegian Property har tatt på seg under oppkjøpet av Norgani Hotels i 2007, og vi har dermed valgt å plassere den under finansielle forpliktelser.

Reformulert resultatregnskap

Alle tall i 1000 kroner	2006	2007	2008	2009
Operasjonelle inntekter				
Leieinntekter	410 133	1 193 189	1 866 774	1 767 665
+ Andre inntekter	4 640	2 497	0	0
- Velikehold og eiendomsrelaterte kostnader	-20 216	-81 424	-152 151	-147 031
- Andre driftskostnader	-42 846	-77 943	-131 562	-165 901
= Operasjonelt resultat fra salg (før skatt)	351 711	1 036 319	1 583 061	1 454 733
Skatt				
Rapportert skattekostnad	148 565	460 736	-928 194	-230 076
Skatt på andre operasjonelle inntekter (kostnader)	108 798	343 181	-355 049	269 492
Skattefordel på netto finanskostnader	57 539	171 960	707 800	134 655
= Operasjonelt resultat fra salg (etter skatt)	254 404	746 804	1 448 406	1 668 576
Andre operasjonelle inntekter (før skatt)				
Verdiendring investeringseiendommer	393 244	1 219 138	-3 987 503	-1 517 369
Gevinst ved salg av investeringseiendommer	0	9 281	34 362	-7 104
Nedskrivning av goodwill	0	0	-220 968	-308 832
Skatt	108 798	284 446	-355 049	269 492
Andre operasjonelle inntekter (etter skatt)				
Valutaeffekter	0	0	442 295	-433 824
Operasjonelt resultat (etter skatt) (OI)	538 851	1 632 042	-1 928 359	-868 045
Netto finanskostnader				
Finanskostnad	295 762	958 863	1 353 046	1 098 198
Finansinntekt	13 521	67 972	26 627	42 233
Urealisert gevinst (tap) på finansielle eiendeler	76 743	276 749	-1 201 439	35 518
Netto finanskostnad før skatt	205 498	614 142	2 527 858	1 020 447
Skatteeffekt (28 %)	-57 539	-171 960	-707 800	-285 725
Finansielle derivater	75 763	-67 946	-58 405	50 398
Netto finanskostnad etter skatt	72 196	510 128	1 878 463	684 324
Minoritetsinteresser	-1 256	-4 829	132 322	0
Comprehensive income to common	465 399	1 117 085	-3 674 500	-1 552 369

Tabell 12 - Reformulert resultatregnskap

I resultatoppstillingen har vi i hovedsak delt opp i driftsrelaterte og finansielle inntekter og kostnader. Ved beregning av skatt antok vi 28 % skatt på netto finanskostnad. Deretter la vi sammen den rapporterte skattekostnaden og skattefordelen fra de finansielle postene, noe som ga

oss total skatt på de driftsrelaterte postene. Til slutt fordelte vi skatten på driftsrelaterte inntekter fra salg, og andre driftsrelaterte inntekter, gjennom å vekte skattekostnaden med størrelsen på disse postene.

Finansielle derivater og valutaeffekter er poster som kommer etter skatt, da disse er ”dirty surplus”. Vi har antatt at valutaeffekter er en driftsrelatert post, da dette er omregningsdifferanser som oppstår som følge av endringer i utenlandsk kurs og er direkte relatert til Norwegian Propertyts resultat og balanseførte verdier på de utenlandske hotellene. De finansielle derivatene er en finansiell post, da de er knyttet til gjelden. Vi har derfor valgt å legge til finansielle derivater i netto finanskostnader etter skatt.

5.2.2 Normale og unormale poster

Etter å ha reformulert resultatregnskapet og balansen for å passe til vår verdsettelse er det nødvendig å ta en nærmere titt på resultatregnskapet en gang til for å bestemme hvilke poster som normale/varige (core) og hvilke som er unormale/ikke-varige (unusual items). Inntekter og kostnader fra engangstilfeller som salg av eiendeler, engangskontrakter eller spesielle vedlikeholdskostnader kan ikke budsjetteres i et fremtidsregnskap, da de vil være umulig å predikere og har derfor en forventet verdi lik 0. Det vi derimot har mulighet til å forutse og predikere er inntekter og kostnader som vil bestå også i fremtiden. Disse postene vil komme fra en bedrifts kjerneaktiviteter, og vil stort sett alltid bestå. Disse klassifiseres derfor som normale inntekter. Eksempler på disse kan være Norwegian Airshuttles salg av flybilletter, eller Remas salg av matvarer.

I Norwegian Propertyts tilfelle har vi både normale og unormale poster i resultatregnskapet. Poster som nedskrivning av goodwill og gevinst ved salg av investeringseiendommer kan plasseres under unormale poster, da slike poster sjeldent forekommer. Verdiendring på investeringseiendommer er sannsynligvis en post som vil ha effekt på resultatregnskapet i årene framover, men det er svært vanskelig å predikere hvordan markedet for investeringseiendommer vil utvikle seg, og dermed vil den havne i kategorien unormale poster. I tillegg er valutaeffekter og finansielle derivater sett på som unormale poster, da dette er ”dirty surplus” poster som ikke

kan predikeres. Valutaeffekter er som nevnt en driftsrelatert post, mens finansielle derivater er en finansiell post.

Korrekt oppdeling for årene 2006 til 2009 vises i figuren under. Denne figuren viser grunnlaget for hvilke poster vi har tenkt å predikere for Norwegian Property i fremtiden.

Normale og unormale poster

Alle tall i 1000 kroner	2006		2007		2008		2009	
Normale driftsrelaterte inntekter								
Leieinntekter		410 133		1 193 189		1 866 774		1 767 665
+ Andre inntekter		4 640		2 497		0		0
- Velikehold og eiendomsrelaterte kostnader		-20 216		-81 424		-152 151		-147 031
- Andre driftskostnader		-42 846		-77 943		-131 562		-165 901
= Normalt driftsrelatert resultat fra salg (før skatt)		351 711		1 036 319		1 583 061		1 454 733
Skatt								
Rapportert skattekostnad	148 565		460 736		-928 194		-230 076	
Skatt på verdiendring, gevinst ved salg og goodwill	108 798		343 181		-355 049		269 492	
Skattefordel på netto finanskostnader	57 539	97 307	171 960	289 515	707 800	134 655	285 725	-213 843
= Normalt driftsrelatert resultat fra salg (etter skatt)		254 404		746 804		1 448 406		1 668 576
Annen core operasjonell inntekt		0		0		0		0
= Normalt driftsrelatert resultat (etter skatt)		254 404		746 804		1 448 406		1 668 576
Unormale poster								
Verdiendring investeringseiendommer	393 244		1 219 138		-3 987 503		-1 517 369	
Gevinst ved salg av investeringseiendommer	0		9 281		34 362		-7 104	
Nedskrivning av goodwill	0		0		-220 968		-308 832	
Skatt på verdiendring, gevinst ved salg og goodwill	108 798	284 446	343 181	885 238	-355 049	-3 819 060	269 492	-2 102 797
Valutaeffekter		0		0		442 295		-433 824
Driftsrelatert resultat (etter skatt) (OI)		538 851		1 632 042		-1 928 359		-868 045
Netto finanskostnader								
Finanskostnad		295 762		958 863		1 353 046		1 098 198
Finansinntekt		13 521		67 972		26 627		42 233
Urealisert gevinst (tap) på finansielle eiendeler		76 743		276 749		-1 201 439		35 518
Netto finanskostnad før skatt		205 498		614 142		2 527 858		1 020 447
Skatteeffekt (28 %)		-57 539		-171 960		-707 800		-285 725
Finansielle derivater		75 763		-67 946		-58 405		50 398
Netto finanskostnad etter skatt		72 196		510 128		1 878 463		684 324
Minoritetsinteresser		-1 256		-4 829		132 322		0
Fullstending resultat (comprehensive income)		465 399		1 117 085		-3 674 500		-1 552 369

Tabell 13 - Normale og unormale poster

Vi har valgt å se bort fra målefeil. Grunnen til dette er at verdien til et selskap, i følge Penman (2010), ikke påvirkes av regnskapsføringen. Eventuelle målefeil som måtte oppstå på grunn av feil i bokføringen, vil kun gi utslag på kort sikt. På lang sikt vil derimot disse utslagene ha en

tendens til å jevne seg ut. Superprofitt som kommer som følge av regnskapsføringen vil derfor ikke ha noen innvirkning på den estimerte selskapsverdien.

6.0 Analyse av risiko

I følge Brealy, Myers & Allen (2008) kan et selskaps totale risiko deles inn i to ulike komponenter – systematisk risiko og usystematisk eller bedriftsspesifikk risiko. Den usystematiske risikoen kan enhver investor eliminere ved diversifikasjon i et perfekt kapitalmarked, noe som ikke gjelder for systematisk risiko. Da den usystematiske risikoen er diversifiserbar, blir ikke investorer belønnet for å bære denne. Ettersom en investor sprer investeringene sine utover flere selskaper, vil den usystematiske risikoen forsvinne, og total risiko vil konvergere mot systematisk risiko.

Det finnes tilfeller hvor kapitalmarkedet ikke er perfekt, og hvor en investor ikke har mulighet til å oppnå full diversifisering. Den bedriftsspesifikke risikoen vil i disse tilfeller påvirke selskapets avkastningskrav (Penman, 2010). Vi vil derfor videre analysere den bedriftsspesifikke risikoen, både på kort sikt og lang sikt. Ved å utføre en likviditetsanalyse vil vi analysere Norwegian Property's kortsiktige risiko, mens en soliditetsanalyse vil gi oss en oversikt over selskapets langsiktige risiko. Sammen vil disse analysene hjelpe oss å kartlegge sannsynligheten for at Norwegian Property går konkurs innen de neste tolv månedene, og dermed hvorvidt forutsetningen vår om fortsatt drift fremdeles holder, jfr. kapittel 3. Bransjetallene som brukes i analysen har vi selv beregnet ved å ta utgangspunkt i årsregnskapene til tre selskaper vi føler er sammenlignbare med Norwegian Property. Disse er Entra Eiendom AS, Eiendomsspar AS og Olav Thon Eiendomsselskap ASA.

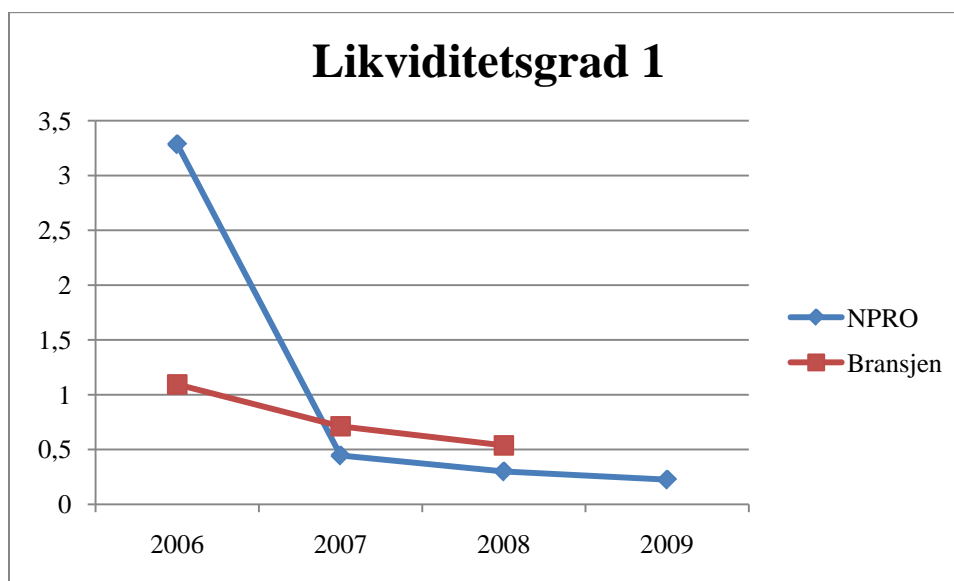
6.1 Likviditetsanalyse

Den kortsiktige kredittrisikoen analyseres ved bruk av en likviditetsanalyse. Denne analysen vil vise oss om Norwegian Property er finansiert på en slik måte at de til enhver tid har midler til dekke løpende krav etter hvert som de forfaller. I analysen beregnes likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, samt en rentedekningsgrad.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 gir oss forholdet mellom kortsiktige omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Forholdet mellom disse tallene bør minst være 2 (Boye & Severinsen, 1999). Et slikt forholdstall er relativt bransjespesifikt, og bør derfor ikke generaliseres for mye.

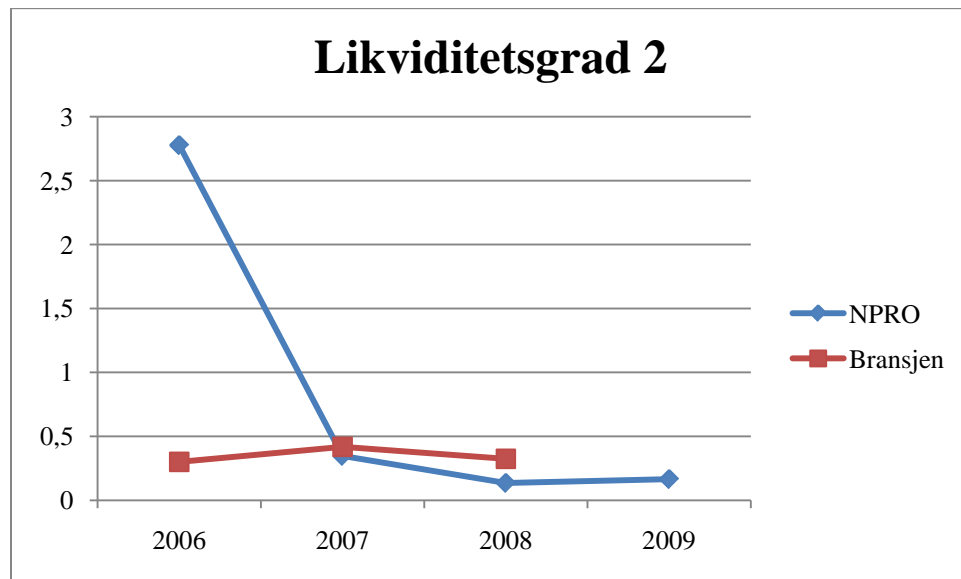


Figur 13 - Likviditetsgrad 1

Som vi kan se av grafen, har Norwegian Property i mye av perioden en lavere likviditetsgrad enn resten av bransjen og viser i tillegg en negativ utvikling. Unntaket er 2006, da Norwegian Property samlet inn massivt med kapital for å kunne kjøpe opp eiendommer og hoteller det påfølgende året. Mye av forklaringen på den lave likviditetsgraden kan være at svært mye av de finansielle omløpsmidlene selskapene sitter på har tapt seg kraftig i verdi som følge av finanskrisen. En så lav og fallende likviditetsgrad og som Norwegian Property har hatt de siste årene, kan være et faresignal om at selskapet vil ha problemer med å betale tilbake krav etter hvert som de forfaller i fremtiden.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 tar kun for seg de mest likvide midlene bedriften har, nærmere bestemt de finansielle omløpsmidlene. Nevneren er den samme som i likviditetsgrad 1. Likviditetsgrad 2 bør overstige forhåndstallet 1 (Boye & Severinsen, 1999), men som med likviditetsgrad 1 er dette relativt bransjespesifikt.

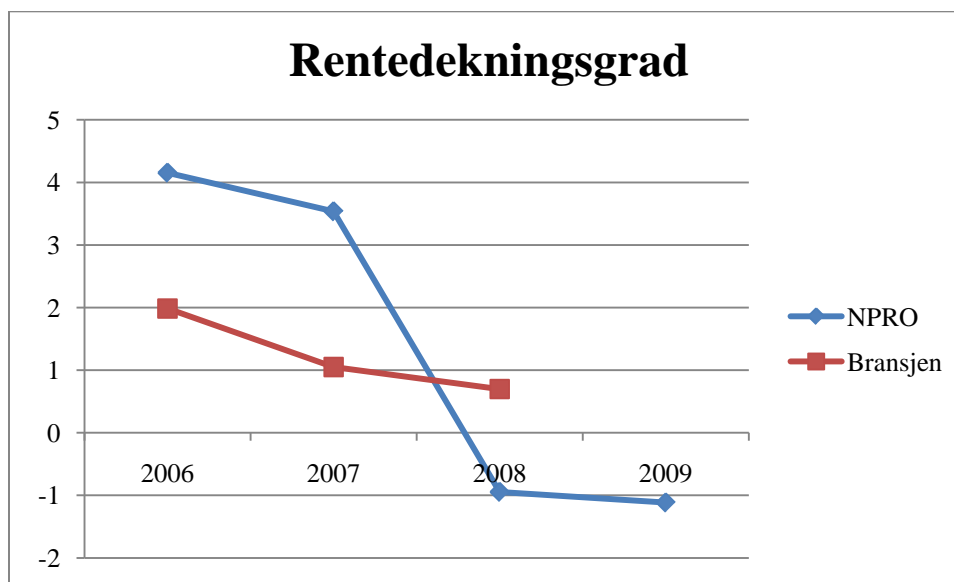


Figur 14 - Likviditetsgrad 2

Av figuren ovenfor kan vi se at i likhet med Norwegian Property's likviditetsgrad 1, så faller likviditetsgrad 2 betraktelig mellom 2006 og 2007 fra 2,78 til 0,35. Den forholder seg relativt lav med en verdi lik 0,135 i 2008 og 0,165 i 2009. Et så lavt forholdstegn kan være et tegn på at de finansielle omløpsmidlene ikke er store nok for å betjene løpende krav fra kreditorer etter hvert som disse forfaller, og selskapet står derfor i fare for å få likviditetsproblemer. Dersom vi sammenligner selskapet med bransjen, finner vi at Norwegian Property hadde en betydelig høyere likviditetsgrad 2 i 2006. I 2007 var derimot bransjens likviditetsgrad 2 noe høyere enn Norwegian Property's som følge av det store fallet i Norwegian Property's likviditetsgrad 2 mellom 2006 og 2007. Denne forskjellen økte ytterligere i 2008, da selskapet opplevde et noe større fall i likviditetsgraden i forhold til bransjen.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser forholdet mellom netto resultat til sysselsatt kapital og netto finanskostnader, og sier hvor mange ganger selskapet med sitt nettoresultat kunne ha dekket sine netto finanskostnader (Kristoffersen, 2005).



Figur 15 - Rentedekningsgrad

Norwegian Property's rentedekningsgrad var merkbart bedre enn bransjegenomsnittet i 2006 og 2007, men i 2008 og 2009 gikk Norwegian Property med et svært stort underskudd som følge av negativ verdiendring på deres investeringseiendommer og finansielle instrumenter. På et generelt grunnlag sies det at rentedekningsgraden bør være høyere enn tre. Den bør uansett overstige én ellers går bedriften med underskudd (Kristoffersen, 2005). Vi ser at Norwegian Property har alt for lav rentedekningsgrad noe som er et tegn på at bedriften har for mye gjeld og dårlig lønnsomhet.

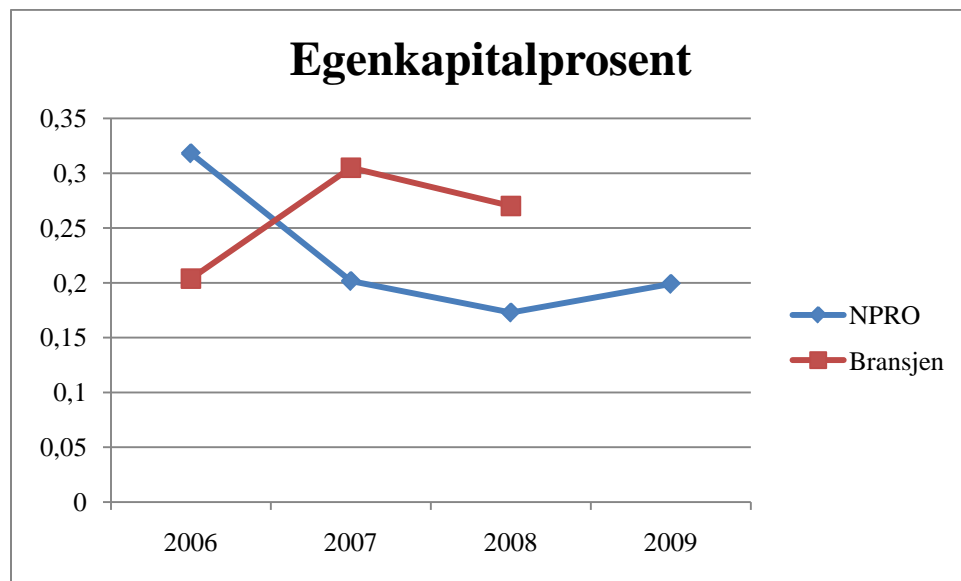
Oppsummert kan vi si at både bransjen og Norwegian Property sliter med likvidetsrisiko, og situasjonen har forverret seg noe de siste årene som følge av finanskrisen. Norwegian Property er likevel noe dårligere enn bransjen, og har slitt med lav likviditet de siste årene. Dette kan være noe av grunnen til at selskapet har foretatt så mange emisjoner siden de startet opp i 2006.

6.2 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse hjelper investoren å oppnå en forståelse av i hvor stor grad et selskap har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap. Mer presist vil soliditetsanalysen bestå av en forholdstallsanalyse gjennom egenkapitalprosent og gjeldsgrad.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten forteller hvor stor andel av eiendelene er finansiert med egenkapital, og danner dermed et bilde av hvor mye selskapet kan redusere eiendelene før kreditorers krav kommer i fare (Kristoffersen, 2005). Egenkapitalprosenten kan beregnes på tre ulike måter, der den ses i forhold til enten total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. I denne analysedelen har vi valgt å se egenkapitalprosenten i forhold til total kapital.



Figur 16 – Egenkapitalprosent

Som følge av emisjoner for å bygge kapital til oppkjøp har Norwegian Property en relativt høy egenkapitalprosent i 2006. Egenkapitalprosenten synker deretter en god del i 2007 på grunn av

nedskrivning av egenkapitalen som følge av å ha betalt overpris for aksjene ved oppkjøp av Norgani Hotels. I 2007 og 2008 hadde derfor Norwegian Property en relativt lavere egenkapitalsprosent sett i forhold til bransjen, nærmere bestemt rundt 10 prosentpoeng under bransjegjennomsnittet. Det ser likevel ut som om denne forskjellen er i ferd med å flate ut, da Norwegian Propertys egenkapitalprosent har begynt å stige.

Oppsummert kan vi si at Norwegian Property har en lavere egenkapitalprosent og dermed høyere gjeldsgrad enn resten av bransjen, men det kan se ut til at forskjellen er i ferd med å flate ut. En lav egenkapitalprosent forteller oss at bedriften tåler mindre tap før det går ut over fremmedkapitalen (gjelden), enn den ville gjort med en høyere egenkapitalprosent (lavere gjeldsgrad). Totalt sett har bedriften en svak soliditet, men avviket er ikke stort i forhold til de andre bedriftene i bransjen.

6.3 Syntetisk rating

En investor med en veldiversifisert portefølje vil kun ha interesse av bedriftens systematiske risiko. For andre interessenter som kreditorer vil derimot en likviditets- og soliditetsanalyse være nyttig for å bestemme sannsynligheten for at en bedrift ikke kan gjøre opp for seg, og dermed gå konkurs. For å muliggjøre dette har Standard & Poor's publisert en indeks med mål om å hjelpe kreditorer til å estimere konkurssannsynlighet og tapsprosent til et selskap. Ratingen tar utgangspunkt i nøkkeltallene beregnet i soliditets- og likviditetsanalysen, og gir en karakter som er et mål på selskapets konkurrrisiko. Skalaen strekker seg som vi ser nedenfor fra AAA til D¹¹. Tabellen på neste side er utarbeidet av førsteamanuensis ved NHH, Kjell Henry Knivsflå, som har utarbeidet tabellen ved å ta utgangspunkt i Standard & Poor's rating og tilpasset denne for norske forhold.

¹¹ AAA tilsier minimal risiko for konkurs, mens en rating lik D betyr svært stor konkurssannsynlighet.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter 28% skatt)	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 12 - Syntetisk rating

Kilde: Kjell Henry Knivsflå

Som vi ser fra tabellen på neste side har Norwegian Property en gjennomsnittsrating på B-, mens bransjen har BB-. Ved beregning er like vektorer tildelt hvert av årene, slik at hvert år får like mye innflytelse på det vektete snittet. Det er også verdt å merke seg at vi ikke har tilgang på bransjetall for 2009, og det er dermed en mulighet for at bransjen i virkeligheten har en rating som avviker noe fra det estimerte gjennomsnittet. Proff Forvalt har i likhet med oss utført en syntetisk rating av Norwegian Property. De kom frem til en rating lik B1 på deres skala, noe som tilsvarer moderat til lav risiko. Dette stemmer godt overens med vårt resultat.

	2006	2007	2008	2009	Vektet
NPRO					
Likviditetsgrad 1	A	C	D	D	CC
Rentedekningsgrad	A	A	CC	CC	BB
Egenkapitalprosent	BB	B	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	BBB	BB	D	CC	CCC
Gjennomsnittsrating	BBB	B	CC	CC	B (-)
	2006	2007	2008	2009	Vektet
Bransjen					
Likviditetsgrad 1	BB	B	CCC	-	B
Rentedekningsgrad	BBB	BB	B	-	BB
Egenkapitalprosent	B	BB	BB	-	BB
Netto driftsrentabilitet	BB	BBB	B	-	BB
Gjennomsnittsrating	BB	BB	B	-	BB (-)

Tabell 14 - Rating Norwegian Property og bransje

Kilde: Kjell Henry Knivsflå

Med en rating på B- kan vi lese av tabellen på neste side at det er i overkant av 6 % sannsynlighet for at Norwegian Property går konkurs i løpet av de neste 12 månedene. Til sammenlikning har gjennomsnittet i bransjen en konkurssannsynlighet lik 1,4 %. På bakgrunn av dette kan vi konkludere med at Norwegian Property har en forholdsvis lav selskapsspesifikk risiko, og vi vil derfor legge fortsatt drift til grunn videre i oppgaven.

Til tross for at Norwegian Property har en snittrating på B-, opplever de en negativ trend i utviklingen av den syntetiske ratingen. Dersom vi antar at ratingen for de siste to årene er mer representativ, nemlig CC, finner vi en tolv måneders konkurssannsynlighet på 54,18 %. Dette er derimot ikke en realistisk forventning, noe som vil forsvares i avsnitt 6.4.2.

Rating	Årlig konkurssannsynlighet	Kredittrisikofaktor
AAA	0.0001	0.1000
AA	0.0012	0.1500
A	0.0024	0.2500
BBB	0.0037	0.4000
BB	0.0136	0.6000
B	0.0608	1.0000
CCC	0.3085	3.0000
CC	0.5418	9.0000
C	0.7752	27.0000
D	0.9999	1000.0000

Tabell 15 – Konkurssannsynlighet

Kilde: Kjell Henry Knivsflå

6.4 Analyse av historisk avkastningskrav

Avkastningskravet kan defineres som den forventede avkastningen en investor kan få på andre investeringer med lik risiko, altså alternativkostnaden ved denne investering. Som nevnt tidligere vil kun den systematiske risikoen påvirke avkastningskravet for en veldiversifisert investor med en stor aksjeportefølje, da all den usystematiske risikoen blir diversifisert bort. Derimot vil kreditorer og singleaksjeinvestorer være opptatt av dette og innkalkulere det i sitt avkastningskrav. Dersom det sistnevnte er tilfelle, vil en illikviditetspremie på bakgrunn av en risikoanalyse legges til avkastningskravet. For at en virksomhet skal karakteriseres som lønnsom kreves det at den kan generere avkastning utover avkastningskravet.

I denne oppgaven har vi valgt å benytte Weighted Average Cost of Capital (WACC) modellen. Denne modellen sier at kapitalkostnaden for et selskap er et veid gjennomsnitt av kostnaden for markedsverdien av selskapets egenkapital og kostnaden for selskapets gjeld (Brealey et al., 2008). WACC før skatt kan uttrykkes som:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right)r_e + \left(\frac{G}{V}\right)r_g$$

WACC etter skatt blir dermed:

$$WACC_{e.s.} = \left(\frac{E}{V}\right)r_e + \left[\left(\frac{G}{V}\right)r_g * (1 - s)\right]$$

Der

- E er markedsverdi av egenkapitalen
- G er selskapets gjeld
- V er selskapets totale verdi
- r_e er avkastningskravet på selskapets egenkapital
- r_g er avkastningskravet til rentebærende gjeld før skatt
- s er skattesats

Ved beregning av WACC forutsettes det vanligvis at Miller-Modigliani hypotesen holder, noe som forteller at verdien til et selskap ikke avhenger av selskapets finansieringsstruktur (Brealey et al., 2008). Dette stemmer ikke helt i virkeligheten ettersom skatt og konkurskostnader fører til at andelen av egenkapital og gjeld spiller en rolle, men vi velger likevel å bruke dette som utgangspunkt. Videre brukes markedsverdien til egenkapital og gjeld. Dette gjøres under forutsetningen om at markedsprisen er effisient. Men ved å utføre en fundamentalanalyse setter vi spørsmål ved om markedsprisen i virkeligheten er effisient (Penman, 2010). Som følge av at det bygges spekulasjon inn i avkastningskravet, og at det er mye usikkerhet rundt dette, vil vi senere i oppgaven utføre en sensitivitetsanalyse for å se hvilken effekt endringer i avkastningskravet har for selskapets virkelige verdi.

6.4.1 Krav til avkastning på egenkapitalen

For å kunne estimere et avkastningskrav på Norwegian Property's egenkapital må først forventet avkastning for selskapets aksjer bestemmes, noe som gjøres ved hjelp av en prisingsmodell. De to mest benyttede modellene til dette formålet er CAPM¹² og APM¹³ (Damodaran, 2002). Vi vil i

¹² Capital asset pricing model (kapitalverdimodellen)

¹³ Arbitrage pricing model (arbitrasjeprisingsmodellen)

denne oppgaven fokusere på kapitalverdimodellen, som viser sammenhengen mellom avkastning og relevant risiko. Modellen forutsetter blant annet rasjonelle forventninger, ingen arbitrasjemuligheter, effisiente markeder, perfekt informasjon og at investorer kun er opptatt av forventet avkastning og risiko (Khalife Soltani, Eslamzade, & Nooryan, 2010). Ved å legge den risikofrie renten i bunn og deretter legge til et risikotillegg kan vi estimere et avkastningskrav til Norwegian Property.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)$$

Der

- $E(R_i)$ er avkastningskravet til egenkapitalen
- R_f er risikofri rente
- R_m er markedsavkastningen
- $E(R_m) - r_f$ er markedets risikopremie
- β er egenkapitalbetaen

I praksis holder ikke alle forutsetningene i kapitalverdimodellen. Dette gjelder hovedsakelig forutsetningene om perfekt informasjon og effisiente markeder. I noen tilfeller vil investorer og ledelse ha ulik informasjon, eller investorer vil av ulike grunner ønske å være lite diversifiserte. I tillegg er noen aksjer lite likvide. Dette gjelder særlig ikke-børsnoterte selskaper, der aksjene kan vise seg å være vanskelige eller dyre å selge i fremtiden. Investorer vil i disse tilfellene kreve et høyere avkastningskrav.

Ved å legge til en illikviditetsparameter i CAPM-modellen kompenserer vi for markedssvikten nevnt ovenfor (Acharya & Pedersen, 2005). Acharya & Pedersen (2005) finner i sine studier at CAPM justert for likviditet forklarer data bedre enn den vanlige CAPM modellen, mens den utnytter samme antall frihetsgrader.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f) + \theta$$

Risikofri rente

En risikofri rente er en refleksjon av den avkastningen som kan oppnås uten å ta opp risiko. I følge Koller, et al. (2005) er det ved en langsiktig investering viktig å bruke en risikofri rente i avkastningskravet som passer best mulig med den gjennomsnittlige risikofrie renten i hele investeringsperioden. I praksis velger man en rente som matcher selskapets fremtidige kontantstrømmer godt. Når man ser på en uendelig tidshorisont, er det naturlig å velge en lang rente, slik som en 30-års statsobligasjonsrente, men disse er ofte lite likvide. I Norge finnes ikke obligasjoner med levetid lenger enn ti år. Vi velger derfor å bruke en 10-års statsobligasjonsrente da vi mener denne er beste estimat for fremtidig risikofri rente. Dette støttes av Damodaran (2002), som sier at det optimale er å ta utgangspunkt i en langsiktig statsobligasjon, noe som vil gi et meget godt bilde av periodens risikofrie rente. Den 10-årige statsobligasjonsrenten er per mars 2010 lik 3,85 % før skatt (Norges Bank, 2010). Ved å justere for en skattesats på 28 prosent får vi en risikofri rente etter skatt på 2,77 %.

Risikopremie

Markedets risikopremie er forskjellen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten. Innenfor finans er dette en av de mest omdiskuterte faktorene, da markedets forventede avkastning ikke kan estimeres (Koller et al., 2005). Ved anslag av markedets risikopremie bygges det normalt på realiserte risikopremier. Det siste tiåret har kapitalmarkedet utviklet seg sterkt, noe som kan bety at det kan være tvilsomt å bygge på historiske tall ved beregning av risikopremien i markedet. Det finnes imidlertid få alternativer. Ved å legge historiske tall fra 1988 til 2008 utarbeidet av Flåøyen (2007), jfr. kapittel 2, samt å ta hensyn til beskatningen av den risikofrie renten, kommer vi frem til en risikopremie lik 6 %. Denne premien bekreftes også av Boye (2002), som kom frem til et estimat på 5-6 %.

Egenkapitalbeta

Betaverdien er et mål på den systematiske risikoen som et selskap står ovenfor. Ved å måle samvariasjonen mellom avkastningen til et selskap og markedets avkastning finner man selskapets betaverdi. Et selskap med en beta lik en har samme systematiske risiko som resten av

markedet. En beta over én betyr at selskapets systematiske risiko er høyere enn for markedet, mens en beta på under én forteller at selskapet har en systematisk risiko lavere enn markedet (Boye, 2002). Normalt beregnes beta for en aksje på basis av avkastningstall for aksjen og markedet. Formelen for utregning av egenkapitalbeta er følgende:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Der

- R_i er avkastningen til selskapet
- R_m er markedsavkastningen
- $\text{Cov}(R_i, R_m)$ er kovariansen mellom avkastningen til selskapet og avkastningen til markedet
- $\text{Var}(R_m)$ er variansen i markedsavkastningen

Normalt bygges betaberegninger på avkastningstall for de siste 5 årene, der månedlige avkastningstall legges til grunn (Bartholdy & Peare, 2001). Empirisk testing av en optimal måleperiode for betaverdi har bekreftet at dette er optimalt for beregning av beta. Grunnen til dette er at det trengs 60 punkter for å lage en god regresjonslinje (Koller et al., 2005). Siden Norwegian Property ble børsnotert i slutten av 2006, har vi ikke data for 5 år. Alternativet er da å ta daglig eller ukentlig avkastning, men problemet med dette er at disse data som regel inneholder mye støy (Bartholdy & Peare, 2001). Vi har derfor bestemt å ta månedlig avkastning for perioden 01/12-2006 til 01/04-2010, noe som tilsvarer 40 basispunkter. Dette betaestimatet vil så justeres.

Ved å sammenligne avkastningen til Norwegian Property's aksje med Oslo børs hovedindeks (OSEBX) har vi funnet en betaverdi lik 1,45. Selve utregningen er vist i vedlegg 1. En betaverdi lik 1,45 betyr at Norwegian Property's systematiske risiko er høyere enn for gjennomsnittsaktsjen på Oslo Børs. Vi har også foretatt en regresjonsanalyse som vist i vedlegg 2. Ut fra regresjonsanalysen kan vi se at betaverdien har et standardavvik lik 0,34. Den justerte R^2 er 0,3024, noe som betyr at ca 30 % av svingingene i Norwegian Property's aksjeavkastning ble forklart av OSEBX. Noe av grunnen til den lave forklaringsvariabelen er at vi kun har 40 observasjoner, men den kan likevel sies å være på et akseptabelt nivå. For et konfidensintervall

på 95 % svinger betaverdien mellom 0,756 og 2,143, og vi ser derfor at estimatet er noenlunde usikkert. På grunn av denne usikkerheten er det mulig å finne en bransjebeta, for så å sammenligne selskapsbetaen med denne. Det finnes generelt lite data, blant annet fordi det eksisterer kun et fåtall av selskaper i den norske eiendomsindeksen, og derfor eksisterer ingen representativ bransjebeta. Når dette er tilfelle kan justering av betaen, såkalt beta-glatting, være et alternativ. Grunnen til at dette gjøres er at man har observert at betaer har en tendens til å vende tilbake til gjennomsnittet (Koller et al., 2005). Dette støttes også av Fernandez (2009), som konkluderer at betaverdier justert mot én fungerer bedre enn ujusterte betaverdier. Ved å foreta en Merrill Lynch, justering justerer vi betaen mot 1, og får følgende justerte betaverdi:

$$\beta^* = \left(\frac{1}{3}\right) * 1 + \left(\frac{2}{3}\right) * 1,4496 = 1.2997$$

Gjennomsnittelig egenkapitalbeta for Norwegian Property er tilnærmet lik 1,3.

Illikviditetspremie

Til tross for at Norwegian Property har en dårligere syntetisk rating enn resten av bransjen, og en konkursrisiko på i overkant 6 % de neste 12 månedene er aksjen svært likvid. I skrivende stund ligger aksjen på OBX-listen som består av de 25 mest likvide aksjene på Oslo Børs. Et mål på illikviditet er å undersøke om det er stor prosentmessig forskjell på bid- og ask-spread (Knivsflå, 2009). Dersom denne er signifikant, vil aksjen være illikvid, noen som kan tale for en illikviditetspremie. Ved utgangen av dagen i dag (06/04-2010) har vi en kjøperkurs på 12,40 og en selgerkurs på 12,56, noe som gir oss et snitt på 12,48. Med nevnte tall kan vi beregne en spread på følgende måte:

$$\text{Spread} = \frac{(12,56 - 12,40)}{12,48} = 0,013 = 1,3 \%$$

En spread på 1,3 % er relativt lav, når vi i tillegg tar hensyn til at Norwegian Property har et høyt antall aksjer utestående kan vi konkludere med at vi ikke trenger å legge til noen illikviditetspremie på selskapets avkastningskrav.

Beregning av avkastningskrav til egenkapital

Ovenfor har vi beregnet alle størrelsene vi trenger for å beregne avkastningskravet til Norwegian Property's egenkapital. Vi vil som nevnt ikke legge til noen illikviditetspremie.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f) + \theta$$

$$E(R_i) = 2,77\% + 1,3 * 6\%$$

$$E(R_i) = 10,57\% = r_e$$

Norwegian Property's avkastningskrav til egenkapitalen er dermed lik 10,57 %.

6.4.2 Krav til avkastning på rentebærende gjeld

En finansiell lånegiver vil alltid sette krav til selskapet lånet utstedes til. Dette kravet består i hovedsak av risikofri rente samt en risikopremie for konkurs, såkalt kredittrisikopremie. Vi kan derfor uttrykke kravet en finansiell lånegiver setter, som:

$$\text{finansielt gjeldskrav før skatt} = r_f + \text{kredittrisikopremie}$$

Ved å ta utgangspunkt i den syntetiske ratingen som vi tidligere utarbeidet for Norwegian Property og Standard & Poor's ratingklasser, kan vi beregne en kredittrisikopremie. Dette danner grunnlag for beregning av den finansielle gjeldskrav. Flere studier har dokumentert at syntetiske ratingklasser gir et godt bilde på et selskaps finansielle gjeldskrav. Dette fordi ratingprosessen fanger opp informasjon utover markedet (Daniels, Badu, & Amagoh). Tabellen på neste side, utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå, hjelper oss å finne en passende kredittrisikopremie til Norwegian Property.

Rating	Årlig konkurssannsynlighet	Kreditrisikofaktor
AAA	0.0001	0.1000
AA	0.0012	0.1500
A	0.0024	0.2500
BBB	0.0037	0.4000
BB	0.0136	0.6000
B	0.0608	1.0000
CCC	0.3085	3.0000
CC	0.5418	9.0000
C	0.7752	27.0000
D	0.9999	1000.0000

Tabell 16 - Konkurssannsynlighet

Kilde: Kjell Henry Knivsflå

Vi fant tidligere ut at Norwegian Property hadde en noe dårligere rating enn resten av bransjen, og havnet i gjennomsnitt på en rating lik B. Dette gir en konkurssannsynlighet i overkant av 6 % i løpet av tolv måneder, og en kreditrisikofaktor lik 1. Kreditrisikopremien kan finnes ved følgende formel (Knivsflå, 2009):

$$\text{kreditrisikopremie} = r_f * \text{kreditrisikofaktor}$$

Dermed får vi et avkastningskrav på rentebærende gjeld etter skatt lik:

$$\begin{aligned} \text{finansielt gjeldskrav før skatt} &= r_f + \text{kreditrisikopremie} \\ &= r_f + (r_f * \text{kreditrisikofaktor}) \end{aligned}$$

$$\text{finansielt gjeldskrav før skatt} = 3,85\% + (3,85\% * 1,0000)$$

$$\text{finansielt gjeldskrav før skatt} = 7,7\% = r_g$$

Vi kommer dermed frem til et krav på rentebærende gjeld lik 7,7 % før skatt. Ved å ta hensyn til en skattesats på 28 % får vi et avkastningskrav på den rentebærende gjelden lik 5,44 % etter skatt. Dette stemmer godt overens med selskapets gjennomsnittlige rente, som per 31.12.2009 var lik 5,33 % (Norwegian Property ASA, 2010).

Dersom vi hadde lagt forutsetningene fra siste avsnitt i 6.3 til grunn, der Norwegian Property's rating de to siste årene er representativ, hadde vi kommet fram til et gjeldsgrad før skatt på 3,85 % + (3,85 % * 9) = 38,5 %, eller 27,7 % etter skatt. Dette er derimot ikke realistisk da Norwegian Property's gjennomsnittlige gjeldsrente er 5,33 % etter skatt som nevnt i forrige avsnitt. Kreditorne har altså ikke priset inn en så stor konkurssansynlighet som den syntetiske ratingen for de to siste årene skulle tilsi. Det virker mye mer realistisk med en konkurssansynlighet på rundt 6,1 %, da Norwegian Property's gjeldsgrad stemmer mer overens med deres gjeldsrente.

6.4.3 Beregning av WACC

Vi har nå estimert avkastningskravet til Norwegian Property's egenkapital og den rentebærende gjelden. Det som mangler da er å finne selskapets egenkapital- og gjeldsandel. Per 08.04.2010 hadde selskapet en aksjekurs lik 12,55 kr og 498,57 millioner aksjer utestående, noe som gir en markedsverdi på egenkapitalen lik 6 267,39 millioner kroner (Oslo Børs, 2010). Ved å ta utgangspunkt i reformuleringen av balansen vi gjorde i kapittel 5 finner vi at selskapets finansielle gjeld er lik 18 591,427 kroner. Dette gir en total kapital lik 24 858,817 millioner kroner. Dermed er egenkapitalandelen lik 25,21 prosent, mens gjeldandelen er 74,79 prosent.

Vi får dermed følgende WACC etter skatt:

$$WACC_{e.s.} = \left(\frac{E}{V}\right)r_e + \left[\left(\frac{G}{V}\right)r_g * (1 - 0,28)\right]$$

$$WACC_{e.s.} = (0,2521 * 10,57\%) + (0,7479 * 7,7\% * 0,72)$$

$$WACC_{e.s.} = 6,81\%$$

Det estimerte avkastningskravet til Norwegian Property's totalkapital blir dermed lik 6,81 %.

Forutsatt at Miller-Modigliani hypotesen holder, så vil som nevnt ikke endret kapitalstruktur ha noen effekt på totalkapitalens avkastningskrav (Brealey et al., 2008). Det er mye usikkerhet knyttet til avkastningskravet, og vi vil derfor senere i oppgaven foreta en sensitivitetsanalyse for å måle størrelsen på utslagene en endring i avkastningskravet gir.

7.0 Lønnsomhetsanalyse

En lønnsomhetsanalyse har som mål å kartlegge lønnsomheten til selskapet. Dette gjøres gjennom å analysere ROCE¹⁴. Grunnen til at vi fokuserer på ROCE, og ikke total kapitalrentabiliteten, er at oppgaven som nevnt tar utgangspunkt i et investorrelatert perspektiv, og total kapitalrentabiliteten er da ikke av interesse, siden den inkluderer gjeldsrenter. Vi vil dekomponere ROCE for bedre å forstå de underliggende faktorene som genererer selskapets lønnsomhet. Med utgangspunkt i dette vil vi så foreta en vekstanalyse for å vise hvordan profitabiliteten sannsynligvis vil utvikle seg i framtiden (Penman, 2010).

7.1 Analyse av ROCE

ROCE uttrykker den prosentvise avkastningen til egenkapitalen. Dersom rentabiliteten for et gitt år er høyere enn avkastningskravet, sier vi at selskapet genererer meravkastning utover avkastningskravet, også kjent som residual earnings eller superprofitt. Ved beregningen av ROCE tar vi utgangspunkt i selskapets fullstendige nettoresultat (comprehensive earnings) og årets gjennomsnittlige CSE¹⁵. Som følge av vår bruk av gjennomsnittlige balanseverdier har vi ikke ROCE for 2006, da selskapet ikke eksisterte ved inngangen av 2006. Formelen for ROCE blir dermed:

$$\text{Return on common equity (ROCE)} = \frac{\text{Comprehensive income}}{\text{Average CSE}}$$

¹⁴ Return on common equity (egenkapitalrentabilitet)

¹⁵ Common shareholder equity (Alminnelig egenkapital)

ROCE	2007	2008	2009
NPRO	18.39%	-64.35%	-31.30%
Bransje	23.53%	-15.91%	9.51%

Tabell 17 - egenkapitalrentabilitet for NPRO og bransje

Tabellen ovenfor viser en oversikt over Norwegian Property og bransjens ROCE i årene 2007 – 2009. Som i risikoanalysen består bransjen vår av Entra Eiendom AS, Eiendomsspar AS og Olav Thon Eiendomsselskap ASA. Tallene har vi beregnet på egenhånd ved å ta utgangspunkt i de respektive selskaperes årsrapporter. I 2007 oppnådde Norwegian Property en avkastning på egenkapitalen lik 18,39 %, mot bransjens 23,53 %. Tar vi hensyn til avkastningskravet til Norwegian Propertys egenkapital beregnet i kapittel 6, finner vi at selskapet har klarer å generere en meravkastning utover avkastningskravet på 7,82 prosentpoeng. Dette kan sies å være svært bra, selv om resten av bransjen har gjort det enda litt bedre. I de påfølgende to årene hadde selskapet en negativ egenkapitalavkastning på henholdsvis 64,35 % og 31,30 %. Dette er svært dårlig, og denne tæringen på egenkapitalen er sannsynligvis grunnen til at selskapet utførte flere emisjoner i denne perioden. Grunnen til det er at når eiendomsverdien faller betraktelig, kan punkter i covenanten¹⁶ brytes som følge av at lånet blir for stort i forhold til eiendommens verdi. Banken vil i slike tilfeller ofte sette press på selskapet om å hente inn mer egenkapital enten gjennom salg av bygninger eller emisjon. I tredje kvartal 2009 hadde Norwegian Property en LTV lik 76,4 %, jfr. intern analyse. Bransjen gjorde det heller ikke bra i 2008, med en negativ ROCE på 15,91 %. I 2009 bedret tallene seg for bransjen seg kraftig igjen, og spriket i avkastningen på egenkapitalen for Norwegian Property og bransjen var svært høyt. For å finne ut hva som gikk galt for selskapet i disse årene, vil vi dekomponere ROCE og analysere de underliggende faktorene bak dette forholdstallet.

7.1.1 Førstegradsdekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Vi har tidligere sett at både driftsrelaterte og finansielle aktiviteter påvirker et selskaps inntjening. Førstegrads dekomponering av ROCE skiller mellom lønnsomheten til disse to

¹⁶ Avtale mellom et selskap og dets bank

aktivitetene. Den skiller også ut effekten av gjeldsgraden, som vokter RNOA opp eller ned gjennom selskapets forpliktelser. For å analysere dette vil vi utvide ROCE ligningen til følgende (Giner Inchausti & Reverte Maya):

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times (RNOA - NBC)]$$

$$ROCE = RNOA + (FLEV \times SPREAD)$$

Dette uttrykket forklarer at ROCE kan brytes ned til tre verdidrivere (Penman, 2010).

1. Driftsrentabilitet, eller RNOA¹⁷. ($RNOA = OI^{18}/NOA^{19}$)
2. Finansiell gjeldsgrad ($FLEV^{20} = NFO^{21}/CSE$)
3. Driftsrelatert spread mellom avkastning på netto driftsrelaterte eiendeler og netto lånekostnader ($SPREAD = RNOA - NBC^{22}$)

Denne formelen forteller at dersom selskapets driftsrentabilitet (RNOA) er høyere enn netto lånekostnader etter skatt, og selskapet har finansiell gjeld, så vil dette føre til en økning i ROCE utover RNOA. Grunnen til dette er at selskapet tjener mer på egenkapitalen hvis netto driftsrelaterte eiendeler er finansiert med gjeld, forutsatt at de eiendelene tjener mer enn gjeldskostnaden. Har selskapet derimot en negativ "spread", vil gjelden bidra til en forverring av ROCE. For et selskap finansiert utelukkende med egenkapital vil ROCE være lik RNOA.

NPRO	2007	2008	2009
RNOA	7,22 %	-6,69 %	-3,42 %
FLEV	2,70	3,87	4,12
SPREAD	4,13 %	-14,89 %	-6,76 %
ROCE	18,39 %	-64,35 %	-31,30 %

BRANSJE	2007	2008	2009
RNOA	11,05 %	-3,91 %	4,95 %
FLEV	1,24	1,51	1,80
SPREAD	9,94 %	-7,55 %	2,47 %
ROCE	23,53 %	-15,91 %	9,51 %

Tabell 18 - dekomponert egenkapitalrentabilitet

¹⁷ Return on net operating assets (driftsrentabilitet)

¹⁸ Operating income (driftsrelatert/operasjonelt resultat)

¹⁹ Net operating assets (netto driftsrelaterte eiendeler)

²⁰ Financial leverage (finansiell gjeldsgrad)

²¹ Net financial obligations (netto finansielle forpliktelser)

²² Net borrowing costs (netto lånekostnader)

Disse tallene bekrefter det vi forklarte ovenfor. I 2007 var RNOA for Norwegian Property lik 7,22 %, men på grunn av en høy gjeldsgrad og en positiv "spread" lik 4,13 %, genererte egenkapitalen til Norwegian Property en avkastning på 18,39 %. Bransjens RNOA var for det samme året 11,05 %, og "spread" var lik 9,94 %. Til tross for at Norwegian Property har en lavere "spread" enn bransjen, kompenserer selskapets forholdsvis høyere gjeldsgrad for lavere RNOA og dermed lavere "spread", noe som totalt sett fører til en relativt mindre forskjell i egenkapitalavkastningen (ROCE). I 2008 og 2009 hadde Norwegian Property derimot en negativ "spread". På grunn av at selskapet hadde en negativ driftsrentabilitet (RNOA) som var betydelig lavere enn lånekostnadene, samt en høy gjeldsgrad, førte dette til en svært negativ egenkapitalrentabilitet. Vi ser dermed at en viktig årsak til at selskapet hadde en så negativ egenkapitalavkastning disse to årene er den høye andelen av gjeldsfinansiering, da FLEV er henholdsvis lik 3,87 og 4,12 for 2008 og 2009. Bransjen hadde også en negativ RNOA i 2008, men siden den har en mindre negativ "spread" og en lavere FLEV, får bransjen en relativt høyere egenkapitalavkastning, i forhold til Norwegian Property. I 2009 klarte bransjen, i motsetning til Norwegian Property, å generere positiv avkastning på egenkapitalen. Hovedgrunnen til dette er at bransjen kunne skrive opp noen av sine eiendommer i verdi, mens Norwegian Property fortsatt måtte ta et forholdsvis stort verditap.

Ved å dekomponere RNOA i driftsrentabilitet skapt av henholdsvis kjerneaktiviteter og uvanlige poster, kan vi få innsikt i variasjonene til denne variabelen:

NPRO	2007	2008	2009	BRANSJE	2007	2008	2009
Core RNOA	3,31 %	5,02 %	6,57 %	Core RNOA	4,19 %	5,00 %	4,16 %
Unusual RNOA	3,92 %	-11,71 %	-9,99 %	Unusual RNOA	6,86 %	-8,91 %	0,79 %

Tabell 19 - driftskapitalrentabilitet dekomponert

Som vi ser har Norwegian Property's "Core RNOA" holdt seg stabil gjennom perioden, og har i hovedsak økt som følge av økte leieinntekter i forhold til netto driftsrelaterte eiendeler. Selskapets uvanlige RNOA var positiv i 2007 som følge av en oppskrivning av eiendommene, mens svært store verditap på eiendommene i 2008 og 2009 førte til en negativ uvanlig RNOA. Disse verditapene er også grunnen til at selskapets totale RNOA var negativ, og gjennom en høy

gjeldsgrad førte dette til en enda verre ROCE. Når vi sammenlikner med bransjen, ser vi at Norwegian Property viser en bedre utvikling i lønnsomheten dersom vi kun ser på normal driftsrentabilitet (core RNOA). På en annen side har Norwegian Property måttet tåle større verditap enn konkurrentene, særlig i 2009, og dette er grunnen til den negative unormale driftsrentabiliteten (unusual RNOA) de siste 2 årene.

Akkurat som finansielle forpliktelser kan vekke opp ROCE, kan driftsrelaterte forpliktelser vekke opp RNOA. Dette er forpliktelser påløpt som følge av driften, slik som leverandørgjeld. Dette fungerer som rentefri kapital, og vil øke RNOA gjennom å redusere de netto driftsrelaterte eiendelene (Nissim & Penman, 2001). For å undersøke til hvilken grad netto driftsrelaterte eiendeler består av driftsrelaterte forpliktelser, kan vi regne ut selskapets driftsrelaterte gjeldsgrad (OLLEV²³):

$$\text{Operating liability leverage (OLLEV)} = \frac{OL}{NOA}$$

Tabellen nedenfor viser Norwegian Property's OLLEV i årene 2007 til 2009:

OLLEV	2007	2008	2009
NPRO	0.097246	0.04469	0.036108
Bransje	0.086966	0.05861	0.072249

Tabell 20 - Driftsrelatert gjeldsgrad

Norwegian Property har en lav driftsrelatert gjeldsgrad grunnet deres type virksomhet, det samme ser vi er tilfellet for resten av bransjen. I 2009 stod Norwegian Property's driftsrelaterte forpliktelser for kun 3,6 % av netto driftsrelaterte eiendeler, mens de representerte 7,2 % for bransjen. De driftsrelaterte forpliktelsene består i hovedsak av offentlig rentefri gjeld slik som utsatt skatt og diverse skyldige offentlige avgifter. I følge Penman (2010) har denne rentefrie gjelden en pris. Dette skjer ved at leverandører tar ekstra marginer for sine varer og tjenester, enn de ville om selskapet betalte kontant. For et eiendomsselskap som Norwegian Property er ikke dette relevant, da leverandørgjelden er svært liten, og de driftsrelaterte forpliktelsene i hovedsak

²³ Operating liability leverage

beløper seg til offentlige skatter og avgifter. På bakgrunn av dette finner vi det ikke nødvendig å gå dypere inn på analysen av disse postene.

7.1.2 Andregradsdekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Vi har nå utført en førstegrads dekomponering av ROCE og forklart noen av de underliggende drivkreftene bak dette måltallet. I førstegradsdekomponering ble RNOA isolert ut som en viktig drivkraft til ROCE. Vi skilte også ut RNOA i RNOA skapt av kjerneverdier og RNOA skapt av unormale poster. Da RNOA er en hoveddrivkraft, velger vi å bryte RNOA ned ytterligere for å se hva som driver denne variabelen. Dette er kjent som en andregrads dekomponering av ROCE, og RNOA kan dermed brytes ned til (Penman & Zhang, 2002):

$$RNOA = PM \times ATO$$

De to drivkreftene bak RNOA er dermed:

1. Driftsrelatert profittmargin (PM^{24}). ($OI/Sales$)
2. Driftseiendelenes omløpshastighet (ATO^{25}). ($Sales/NOA$)

Profittmarginen er et mål på hvor mye selskapet tjener per krone leieinntekter. Drifteidelenes omløpshastighet (heretter omløpshastighet) derimot viser hvor mye leieinntekter hver krone av netto driftskapital genererer. Omløpshastigheten måler altså netto driftskapitalens evne til å generere leieinntekter. Den inverse av omløpshastigheten indikerer hvor stor andel av netto driftskapital som skal til for å generere en krone i leieinntekter. Det er også mulig å tenke at den forklarer hvor mange år det vil ta før selskapet har generert inntekter som er like store som verdien av deres netto driftskapital (uten å ta hensyn til diskontering).

Dekomposisjonen av driftsrelatert lønnsomhet er kjent som Du Pont modellen. Den forteller oss at driftsrelatert lønnsomhet kommer fra to ulike kilder. For det første er RNOA høyere jo mer av hver krone leieinntekter som inngår i driftsrelatert resultat, og for det andre øker RNOA jo mer

²⁴ Operating profit margin (profittmargin)

²⁵ Asset turnover (driftseiendelenes omløpshastighet)

salg som genereres per krone av netto driftskapital (Soliman, 2004). Det første er et mål på lønnsomhet, mens det andre er et mål på effektivitet.

Tabellen nedenfor viser Norwegian Propertyts og bransjens profittmargin samt omløpshastighet for perioden:

NPRO	2006	2007	2008	2009	BRANSJE	2006	2007	2008	2009
PM	1,299146	1,3649422	-1,03299	-0,49107	PM	1,2538	1,20952387	-0,5972571	0,503066
ATO	-	0,0529215	0,064755	0,069585	ATO	-	0,09152895	0,0897764	0,099015
1/ATO	-	18,895917	15,44281	14,37101	1/ATO	-	11,6206848	11,561928	10,10674

Tabell 21 - Profittmargin og omløpshastighet

Norwegian Property hadde en positiv profittmargin som var større enn én i 2006 og 2007, og det samme gjaldt også for bransjen. I 2008 og 2009 var den derimot negativ. Grunnen til at profittmarginen både er større enn én i 2006 og 2007, samt negativ i 2008 og 2009 er de unormale postene, som verdiendring på investeringseiendommer og nedskrivning av goodwill. Det samme er tilfellet for bransjen i 2008, men i 2009 hadde bransjen en positiv profittmargin.

Norwegian Propertyts omløpshastighet har økt fra 5.3 % i 2007 til omtrent 7 % i 2009. Grunnen til at denne har økt, er at leieinntektene har økt i forhold til netto driftseiendeler. For Norwegian Property økte leieinntektene betydelig mellom 2006 og 2007, og prosentvis mer enn økningen i netto driftskapital. Mellom 2008 og 2009 falt leieinntektene noe, men reduksjonen i netto driftseiendeler var enda større, slik at omløpshastigheten økte. For bransjen falt omløpshastigheten noe i 2008, noe som også var et svært dårlig år for bransjen i sin helhet, men steg så tilbake mot bransjesnittet.

Typisk for kapitalintensive bransjer slik som shipping og eiendomsutleie er typisk preget av høye marginer og lave omløpshastigheter (Penman, 2010). Dette bekreftes av tabellen ovenfor, der vi kan se at både Norwegian Property og bransjen generelt har svært lav omløpshastighet og høy profittmargin. Dette til tross for at begge har vært preget av negative marginer grunnet svært store verdiendringer i eiendommene. Dersom vi sammenligner leieinntektene med normale (core) driftsinntekter for Norwegian Property året 2009, vil selskapet ha en profittmargin på

omtrent 0,94. Dette er litt høyere enn den ville vært om ikke Norwegian Property hadde hatt en negativ skattekostnad dette året, men illustrerer likevel hvor stor effekt verdiendringene faktisk hadde.

En siste dekomponering av RNOA, utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå, som er interessant for et selskap i eiendomsutleiebransjen, er følgende:

$$RNOA = \frac{OI}{NOA} = \frac{\frac{OI}{m^2}}{\frac{NOA}{m^2}}$$

Der OI/m^2 er driftsinntekter per kvadratmeter eiendomsareal, mens NOA/m^2 er netto driftseiendeler per kvadratmeter eiendomsareal. Dersom man klarer å øke driftsinntekter per kvadratmeter, eller å redusere kapital per kvadratmeter, vil dette føre til at RNOA øker.

8.0 Vekstanalyse

Analytikere snakker ofte om vekst med hensyn til et selskaps evne til å øke sin inntjening. Problemet med å fokusere på dette er at det ikke er noe godt begrep med hensyn på verdsettelse, da selskaper kan øke inntjeningen uten at det blir tilført ytterligere verdi i selskapet. Dette skjer gjennom at et selskap investerer i prosjekter med lavere lønnsomhet enn avkastningskravet. Vi fokuserer derfor på superprofittvekst (residual earnings growth), altså vekst i inntjening utover avkastningskravet (Gode & Ohlson, 2006). Det er også viktig å være oppmerksom på om selskapets regnskapsføring gir inntrykk av å generere vekst som i virkeligheten ikke er reell, da ledelsen til et selskap ofte vil ha incentiver til å manipulere inntjeningen (Thurm, 2010).

Superprofitt drives av egenkapitalrentabiliteten (ROCE) og størrelsen på alminnelig egenkapital (CSE). For at superprofitt skal vokse må derfor enten ROCE øke eller alminnelig egenkapital vokse, og vi får følgende formel:

$$\text{Superprofitt} = (ROCE_t - \text{avkastningskrav til egenkapital}) \times CSE_{t-1}$$

Før vi kan foreta en vekstanalyse, er det nødvendig å identifisere de regnskapspostene som vil gjenta seg i fremtiden. Dette betyr å skille ut core poster, slik som vi gjorde i kapittel 5. For Norwegian Property's del betydde dette at de tre postene gevinst ved salg av eiendom, verdiendring i investeringseiendommer og nedskrivning av goodwill faller bort, da dette er unormale poster og har en fremtidig forventet verdi lik 0. Dette gjelder også for dirty surplus postene finansielle derivater og valutaeffekter, som heller ikke kan estimeres.

8.1 Endring i driftsrentabilitet

Det første leddet i en vekstanalyse blir da å analysere vekst gjennom driftslønnsomhet. Fra tidligere husker vi at driftslønnsomhet er målt ved RNOA, og formelen som viser oppdelingen i vanlige og uvanlige poster er som følger (Penman, 2010):

$$RNOA = (\text{Core PM} * \text{ATO}) + \frac{\text{Core other OI} + \text{Unusual items}}{NOA}$$

Dersom vi ønsker å se på endringen i RNOA fra periode til periode blir følgende tilfellet:

$$\Delta RNOA_t = (\Delta \text{Core PM}_t * \text{ATO}_{t-1}) + (\Delta \text{ATO}_t * \text{Core PM}_t) + \Delta \frac{\text{Core other OI}}{NOA} + \Delta \frac{\text{Unusual items}}{NOA}$$

Ved hjelp av oppdelingen ovenfor kan vi se bakgrunnen for at RNOA endrer seg fra år til år. Den endres da enten som følge av endringen i profittmargin ved fjorårets omløpshastighet, ved endring i omløpshastighet, eller ved at core annen driftsrelatert inntekt eller uvanlige poster varierer.

Endring RNOA NPRO	2008	2009	Endring RNOA bransje	2008	2009
$\Delta \text{core PM} \times \text{ATO}$	0,80 %	1,09 %	$\Delta \text{core PM} \times \text{ATO}$	0,91 %	-1,23 %
$\Delta \text{ATO} \times \text{core PM}$	0,92 %	0,46 %	$\Delta \text{ATO} \times \text{core PM}$	-0,10 %	0,39 %
$\Delta \text{core other} / \text{noa}$	0	0	$\Delta \text{core other} / \text{noa}$	0	0
$\Delta(\text{UI} / \text{NOA})$	-15,63 %	1,73 %	$\Delta(\text{UI} / \text{NOA})$	-15,78 %	9,70 %
$\Delta RNOA$	-13,91 %	3,27 %	$\Delta RNOA$	-14,96 %	8,86 %

Tabell 22 - Endring driftsrentabilitet NPRO og bransje

Som vi ser fra tabellen ovenfor er endringen i RNOA fra 2007 til 2008 negativ for både bransjen og Norwegian Property. Denne nedgangen kom som følge av unormale poster, og vi kan se at den normale (core) profittmarginen faktisk økte for både Norwegian Property og bransjen. Omløpshastigheten økte dessuten for Norwegian Property, mens den fikk en minimal nedgang generelt i bransjen. Mellom 2008 og 2009 ser vi en positiv utvikling i driftsrentabiliteten for både Norwegian Property og bransjen. Den gode utviklingen i RNOA for bransjen er drevet av de uvanlige postene, og vi kan se at deres normale profittmargin faktisk har sunket. For Norwegian Property er derimot halvparten av den positive endringen i driftsrentabiliteten drevet av en økning i normal profittmargin og omløpshastighet.

8.2 Endring i egenkapital

Superprofitt drives ikke bare av avkastningen til egenkapitalen, men også av størrelsen på egenkapitalen som genererer denne avkastningen. Hvor mye egenkapital et selskap trenger blir påvirket av hvor mye det trengs å investere i driftsmidler minus det som finansieres av gjeld.

Dermed kan endringen i alminnelig egenkapital skrives som (Penman, 2010):

$$\Delta CSE = \Delta NOA - \Delta NFO$$

Dette kan omskrives til:

$$\Delta CSE = \Delta \left(\text{Sales} * \frac{1}{ATO} \right) - \Delta NFO$$

Ut fra dette ser vi at endringen i alminnelig egenkapital kan forklares av tre ulike faktorer:

- Vekst i salg (leieinntekter)
- Endring i netto driftseiendeler
- Endring i netto finansielle forpliktelser

Primærdriveren her er vekst i salg, men en salgsvekst fører ofte til behov for mer netto driftseiendeler.

Alle tall i 1000 kroner	2007	2008	2009
Driftsinntekter	1 195 686	1 866 774	1 767 665
ATO	0,0529215	0,064755066	0,069584546
NOA = Salg / ATO	22 593 584	28 828 231	25 403 126
NFO	16 491 519	22 912 200	20 443 549
CSE	6 102 066	5 916 032	4 959 578
Endring NOA		6 234 647	-3 425 105
Endring NFO		6 420 681	-2 468 651
Endring CSE		-186 034	-956 454

Tabell 23 - Endring alminnelig egenkapital

Tabellen ovenfor viser endringen i Norwegian Property's egenkapital i 2008 og 2009. Alle balanseførte verdier er vektete med årets inngående og utgående balanse. Dette er grunnen til at vi ikke ser egenkapitalendringen i 2007. Mellom 2007 og 2008 opplevde Norwegian Property en reduksjon i egenkapitalen på 186 034 millioner kr. Denne reduksjonen kom blant annet som følge av oppkjøpet av Norgani Hotels, jfr. kapittel 2, og selskapet pådro seg i løpet av dette året 6,420 milliarder kroner i ekstra gjeld, mens netto driftseiendeler økte med 6,235 milliarder. Mellom 2008 og 2009 ble netto driftseiendeler redusert med 3,425 milliarder. Dette kom av at selskapet solgte noen bygg, og dermed ble leieinntektene noe redusert. Leieinntektene økte dog relativt til bygningsmassen, og dermed også omløpshastigheten. Samtidig brukte selskapet noe av salgsinntektene til å betale ned gjelden, slik at netto finansielle forpliktelser ble redusert med 2,469 milliarder. Summen av dette var at egenkapitalen ble redusert med nærmere en milliard kroner dette året.

8.3 Oppsummering lønnsomhet og vekst

Som vi har sett av avsnittene i lønnsomhetsanalysen, vil avkastningen på egenkapitalen til Norwegian Property variere mer enn bransjen som følge av deres høye gjeldsgrad. Selv om Norwegian Property har en lavere avkastning på driftskapitalen enn resten av bransjen totalt i sammenlikningsperioden, er det viktig å merke seg at avkastningen på deres kjerneaktiviteter i snitt har vært høyere enn konkurrentenes. Norwegian Property har en lavere omløpshastighet enn bransjen, men den er stigende.

Ved å dekomponere endringen i avkastning på netto driftseiendeler ser vi at Norwegian Property hadde en positiv endring i både normal profittmargin og omløpshastighet. Den svært negative endringen i RNOA mellom 2007 og 2008 kom som følge av en stor økning i nedskrivninger for både Norwegian Property og bransjen. At bransjen hadde en betydelig bedre endring i RNOA mellom 2008 og 2009 kom også av at de hadde en større nedgang i nedskrivninger i forhold til Norwegian Property. Dersom vi kun ser på de normale postene, finner vi at Norwegian Property hadde en bedre utvikling i RNOA i forhold til bransjen gjennom hele perioden.

Til slutt så vi at den negative utviklingen i selskapets egenkapital mellom 2007 og 2008 var drevet av at netto finansielle forpliktelser økte mer enn netto driftseiendeler. Det påfølgende året hadde selskapet en stor reduksjon i netto driftseiendeler, som følge av salg og nedskrivning av investeringseiendommer. Dette ble derimot noe dempet som følge av at selskapet brukte noe av salgsinntektene til å betale ned rentebærende gjeld, slik at egenkapitalen totalt sett ble redusert med nesten en milliard.

9.0 Fremtidsregnskap

En fundamental verdsettelse baseres på selskapets fremtidige inntjening. På grunn av dette er det nødvendig å predikere de fremtidige regnskapstallene. Ved utforming av et fremtidsbudsjett vil vi slå regnskapsanalysen sammen med den strategiske analysen. Ved å gjøre dette får vi et godt bilde av hvordan de ulike postene vil se ut i fremtiden. Til slutt skal bruker vi fremtidsbudsjettet til å utføre en verdsettelse av Norwegian Property's egenkapital.

Når et selskaps fremtidsregnskap skal predikeres, er det svært gunstig å ha tilgang til forholdstall innen bransjen selskapet opererer i. Grunnen til dette er at selskapets forholdstall har en tendens til å nærme seg bransjegjennomsnittet over tid (Nissim & Penman, 1999). Dette gjelder særlig bransjer preget av sterk konkurranse og hvor få eller ingen varige konkurransefortrinn eksisterer. I tillegg vil verdsettelsesteknikker som krever prognosering også kreve verdiberegning ved fortsatt drift (continuing value), på slutten av prognoseperioden. For å beregne dette må en ta hensyn til hva bransjens "steady state" er, og her vil de historiske bransjetallene være til stor hjelp (Nissim & Penman, 1999).

9.1 Budsjettering av fremtidsregnskap

Ved utarbeidelse av et fremtidsregnskap må man først velge en budsjettthorisont. For å kunne avgjøre lengden på budsjettthorisonen er det særlig to forhold en må ta hensyn til. Disse forholdene er kvaliteten på regnskapsføringen og tid til "steady state" (Ohlson & Zhang, 1999). Jo nærmere regnskapsverdiene ligger de virkelige verdiene, jo bedre er kvaliteten på regnskapsføringen. Et selskap sies å nå "steady state" når selskapets vekst er konstant og nær den generelle veksten i økonomien. Norwegian Property har få regnskapsår bak seg, men har i hele perioden benyttet IFRS ved regnskapsføring, slik at de bokførte verdiene er svært nær de virkelige verdiene, jfr. kapittel 3. Når det gjelder "steady state" antar vi, med bakgrunn i den strategiske analysen, at det er en stund til Norwegian Property når dette stadiet som følge av

hyppige kjøp og salg av eiendommer. Med bakgrunn i dette vil vi velger vi å budsjettere frem til og med år 2020.

I følge Penman (2010) må et fremtidsbudsjett baseres på tre hoveddrivere. De tre hoveddriverne er driftsinntekter, omløpshastighet og normal (core) profittmargin. Ved budsjettering av veksten til de forskjellige driverne har vi tatt utgangspunkt i Norwegian Property's bokførte verdier, bransjens verdier samt vår oppfatning av markedsutviklingen fremover som følge av den strategiske analysen vi har utført.

9.1.1 Budsjettering av driftsinntektene

Vi beregner de fremtidige driftsinntektene (leieinntektene) ved å ta utgangspunkt i fjorårets driftsinntekter og legge til en vekstfaktor, g_{leie} . Dette gir oss det påfølgende årets driftsinntekter, og kan formuleres ved hjelp av følgende formel:

$$Leieinntekter_t = Leieinntekter_{t-1} * (1 + g_{leie})$$

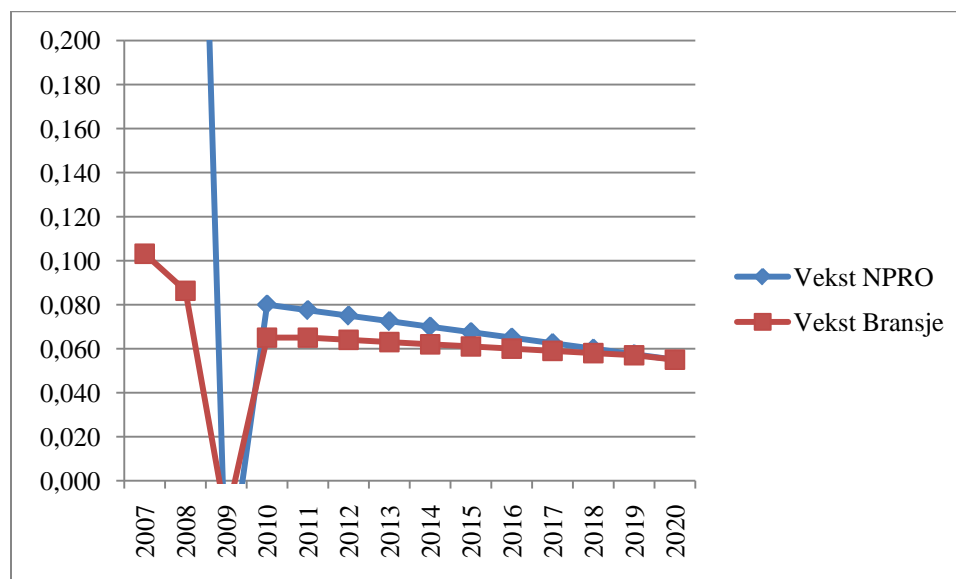
Ved estimering av driftsinntekter tar vi utgangspunkt i at selskapets kontrakter er inflasjonsjusterte, og mange av disse kontraktene skal reforhandles i løpet av de nærmeste årene. Vi forklarte også i den strategiske analysen at markedet Norwegian Property opererer i, forventes å oppleve en bedring fremover. Vi tror derfor at selskapet vil oppjustere mange av kontraktene som forfaller. Historisk har Norwegian Property hatt en gjennomsnittlig økning i driftsinntekter mellom 2006 og 2009 lik 79,7 %. Dette er derimot et svært dårlig estimat da de har hatt mye investeringer og et oppkjøp av Norgani Hotels, så netto driftsrelaterte eiendeler har fått en betydelig økning. Det er da mer relevant å se på hvordan bransjen har gjort det, da bransjen har hatt forholdsvis stabile netto driftsrelaterte eiendeler. Bransjen hadde i den samme perioden et snitt i overkant av 6 %. Da vi tror på en bedring i markedene fremover, i forhold til perioden som har vært, og at Norwegian Property i følge årsrapportene hele tiden forsøker å optimalisere sin eiendoms- og hotellportefølje, tror vi på en økning i driftsinntektene fremover. Vi tror at driftsinntektene vil være rundt 8 % i 2010, og deretter avta lineært mot 5,5 % i 2020. Grunnen til

at de avtar mot 5,5 %, er at dette er antatt global økonomisk vekst, og består av realvekst pluss inflasjon. Norges bank har et inflasjonsmål på 2,5 %, og realveksten antas å være 3 % i fremtiden, basert på historisk BNP i Norge de siste 30 år (Statistisk sentralbyrå, 2009). På bakgrunn av at driftsinntektene avtar mot 5,5 % på horisont vil de budsjetterte driftsinntektene (leieinntektene) dermed bli:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Vekst (1+g)	1.08	1.0775	1.075	1.0725	1.07	1.0675	1.065	1.0625	1.06	1.0575	1.055
Driftsinntek	1,909,078	2,057,032	2,211,309	2,371,629	2,537,643	2,708,934	2,885,015	3,065,328	3,249,248	3,436,080	3,625,064

Tabell 24 – Driftsinntektstvekst

Grafen nedenfor viser utviklingen i Norwegian Propertyts og bransjens driftsinntekter. Vi har antatt at Norwegian Property vil gjøre det litt bedre enn bransjen, og at driftsinntektene til både Norwegian Property og bransjen vil konvergere mot 5,5 % på horisont.



Figur 17 - Vekst i driftsinntekter

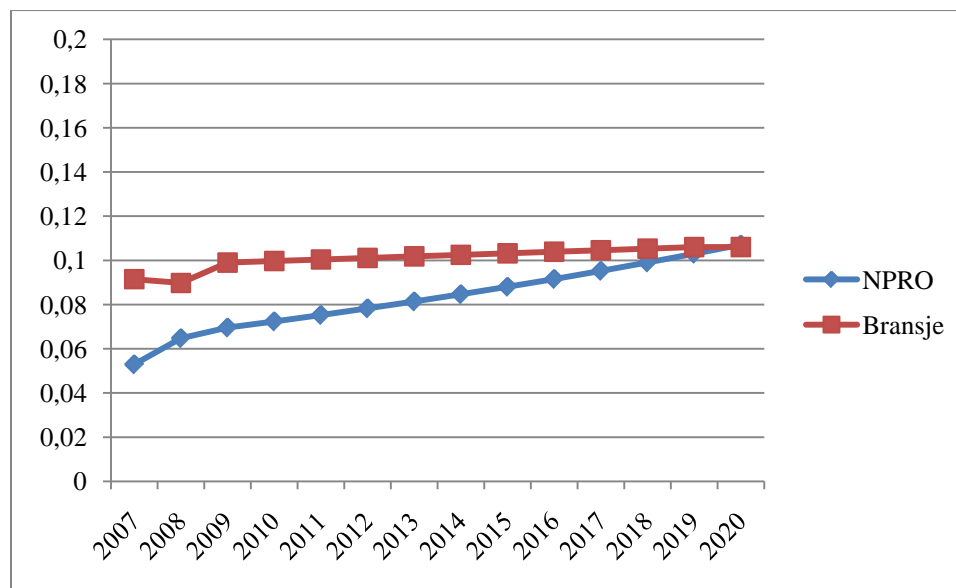
9.1.2 Budsjettering av omløpshastighet

Siste periodes omløpshastighet gis ved å gange fjorårets omløpshastighet med en passende vekstfaktor, g_{ATO} . Et matematisk uttrykk for dette kan sees under:

$$ATO_t = ATO_{t-1} * (1 + g_{ATO})$$

Fra lønnsomhetsanalysen og tabell 21 kunne vi se at Norwegian Property's omløpshastighet var 5,3 % i 2007, med en stigende trend de neste årene. Bransjen har derimot en mer stabil omløpshastighet, og snittet de siste fem årene er i overkant av 10 %. Den konstante omløpshastigheten betyr mest sannsynlig at bransjen er i "steady state", og dermed er det naturlig at Norwegian Property bør ende opp med omtrent samme omløpshastighet når de også nærmer seg "steady state". Ved å tildele g_{ATO} verdien 0,04, det vil si en vekst i omløpshastigheten på 4 % per år, ender Norwegian Property opp med en omløpshastighet på 10,71 % ved utgangen av 2020, noe som er i tråd med bransjenormen.

Nedenfor har vi utarbeidet en tabell og en graf som viser den budsjetterte omløpshastigheten for Norwegian Property og bransjen fram mot år 2020. Vi ser at begge konvergerer mot ca 10,7 %.



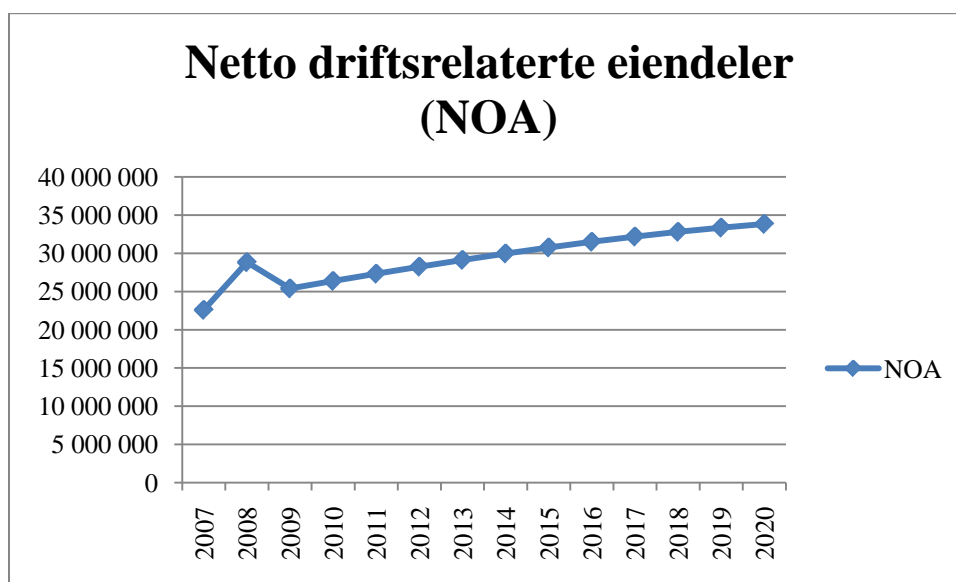
Figur 18 – Omløpshastighet

ATO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NPRO	0.053	0.065	0.070	0.072	0.075	0.078	0.081	0.085	0.088	0.092	0.095	0.099	0.103	0.107
Bransje	0.092	0.090	0.099	0.100	0.100	0.101	0.102	0.103	0.103	0.104	0.105	0.105	0.106	0.106

Tabell 25 - Omløpshastighet

Når både leieinntekter og omløpshastighet er budsjettert, kan netto driftskapital beregnes. Dette gjøres ved følgende formel:

$$NOA_t = \frac{Sales_t}{ATO_t}$$



Figur 19 - Netto driftsrelaterte eiendeler

Omløpshastigheten viser effektiviteten ved bruk av netto driftskapital. Endringen i netto driftskapital vil være avhengig av veksten til leieinntektene (sales) og veksten til omløpshastigheten. Dersom veksten til leieinntektene er større enn veksten til omløpshastigheten, vil netto driftskapital øke fra inneværende år til det neste. Som vi ser fra tabellen, øker netto driftseiendeler fra år til år som følge av at Norwegian Property's eiendommer øker i verdi gjennom at leieinntektene øker mer enn omløpshastigheten.

9.1.3 Profittmargin

I stedet for å bruke budsjetterte driftsmarginen direkte, estimerer vi den indirekte ved å budsjetterte driftskostnadene. Tar vi også utgangspunkt i driftsinntektene budsjettert ovenfor, finner vi driftsresultatet og profittmarginen finner vi da ved følgende formel (Penman,2010):

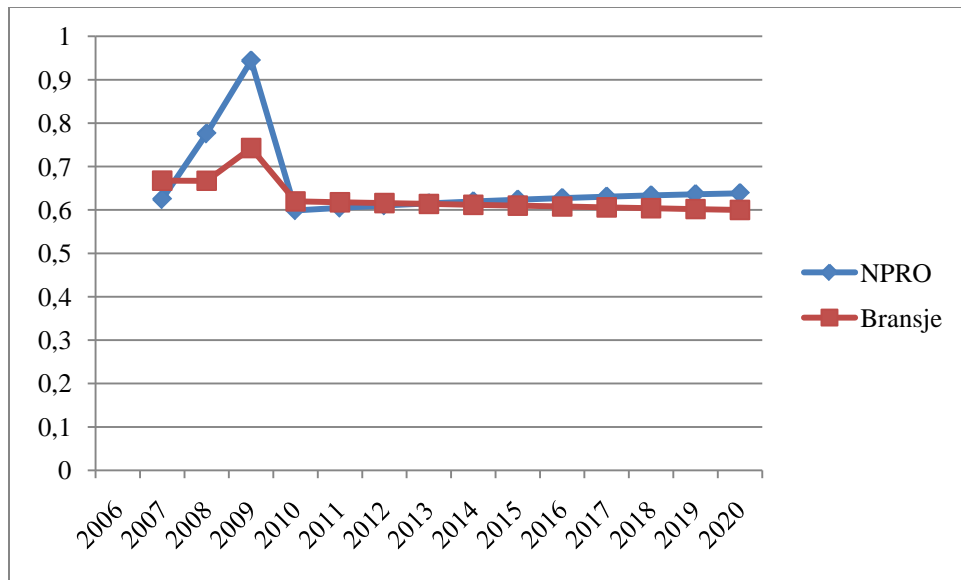
$$PM_t = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}_t}{\text{Driftsinntekter}_t}$$

Som følge av at bransjen de opererer i er relativt stabil, og det ikke er mulig med teknologiske innovasjoner og liknende som reduserer kostnadene deres, antar vi at driftskostnadene vil øke med inflasjonen på 2,5 % gjennom hele budsjetteringsperioden. Driftsskattesatsen er satt til 28 %, da dette vil være gjennomsnittsskattesatsen for alle selskaper over tid. Tabellen nedenfor viser de budsjetterte driftskostnadene og det budsjetterte normale driftsresultatet (Core OI) som igjen lar oss beregne normal profittmargin. Da vi satte alle unormale poster lik null i budsjetteringsperioden, vil profittmarginen være lik normal (core) profittmargin.

Beløp i millioner kroner	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	415	1 196	1 867	1 768	1 909	2 057	2 211	2 372	2 538	2 709	2 885	3 065	3 249	3 436	3 625
Kostnader	-63	-159	-284	-313	-321	-329	-337	-345	-354	-363	-372	-381	-391	-401	-411
Normalt driftsres. e.s.	254	747	1 448	1 669	1 144	1 244	1 350	1 459	1 572	1 689	1 809	1 933	2 058	2 186	2 314
Core PM		0,6246	0,7759	0,9439	0,5990	0,6049	0,6103	0,6151	0,6195	0,6235	0,6272	0,6304	0,6334	0,6361	0,6384

Tabell 26 - Normal profittmargin

Figuren nedenfor viser profittmarginen til bransjen og til Norwegian Property i årene framover. Vi ser at Norwegian Property har en litt større vekst i profittmarginen som følge av at de har en noe høyere vekstfaktor i leieinntektene.



Figur 20 - Normal profittmargin

Fra og med 2020 antar vi kun en vekst i ReOI, noe som betyr at Norwegian Property's core profittmargin antas å holde seg på 0,6384 fremover. Dette fordi det forutsettes lik vekst i inntekter og kostnader fremover, og dermed lik profittmargin.

10.0 Fundamental verdsettelse

Ved å ta utgangspunkt i Norwegian Property's estimerte WACC og fremtidsbudsjett skal vi verdsette selskapets aksje, og se hvordan denne prisen stemmer overens med markedets oppfatning. I dette kapitlet vil vi fokusere på fundamental verdsettelse, og innenfor denne teknikken finnes to ulike metoder for å verdsette et selskap; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. I kurset BE-414 Financial Statement Analysis and Equity Valuation lærte vi å verdsette et selskap ved å bruke totalkapitalmetoden. Dette er i tråd med Penman (2010), som i hovedsak fokuserer på totalkapitalmetoden. Totalkapitalmetoden bruker en diskonteringsrente som reflekterer både gjelds- og egenkapitalkostnaden (WACC). Ved bruk av riktige forutsetninger skal totalkapitalmetoden gi samme verdiestimat som egenkapitalmetoden, og vi velger å bruke totalkapitalmetoden. Dette inkluderer blant annet at Miller-Modigliani hypotesen holder. Innenfor totalkapitalmetoden finnes to ulike metoder; sysselsatt kapitalmetoden og netto driftseiendeler metoden. Begge metodene innenfor totalkapitalmodellen skal gi samme estimat ved konsistent bruk. Vi vil i tråd med Penman (2010) benytte netto driftseiendeler metoden, rettere sagt superprofittmodellen, eller ReOI²⁶. Vi vil også bruke superprofittvekstmodellen, AOIG²⁷, for å vise at begge modellene innenfor denne metoden gir samme estimat på selskapets aksjeverdi. Dette er i tråd med Damodaran (2002), som skriver at modeller innenfor samme metode skal gi samme verdiestimat ved konsistent bruk.

10.1 Netto driftseiendeler-metoden

Denne metoden verdsetter i følge Penman (2010) egenkapitalen indirekte ved å finne verdien på selskapets netto driftseiendeler (NOA), og så trekke fra verdien på de netto finansielle forpliktelsene (NFO). Da vi skal finne verdien av alminnelig egenkapital, må vi også trekke fra minoritetsinteressene (MI), men i Norwegian Property's tilfelle er minoritetsinteressene for 2009

²⁶ Residual Operating Income

²⁷ Abnormal Operating Income Growth

lik 0. I tillegg antar vi som tidligere at den bokførte verdien av netto finansielle forpliktelser er lik markedsverdien. Formelen blir dermed:

$$\text{Dagens egenkapitalverdi} = V_0^{NOA} - V_0^{NFO} - V_0^{MI}$$

Vi vil videre benytte superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen for å estimere verdien av selskapets alminnelige egenkapital.

10.1.1 Superprofittmodellen (ReOI)

Selskapets verdi, der fokuset er på superprofitt, er lik dagens verdi av netto driftseiendeler pluss nåverdien av forventet superprofitt (Penman, 2010). Formelen blir dermed:

$$V_0^{NOA} = NOA_0 + \frac{ReOI_1}{(1 + WACC)} + \frac{ReOI_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{ReOI_T}{(1 + WACC)^T} + \frac{ReOI_{T+1}}{(WACC - g)}$$

Der ReOI som nevnt er superprofitt fra drift, og regnes ut ved:

$$\text{Driftsresultat}_t - WACC * NOA_{t-1}$$

Alle tall i 1000kr	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 ->
NOA	25 403 126	26 380 169	27 331 377	28 251 183	29 134 033	29 974 438	30 767 031	31 506 623	32 188 257	32 807 262	33 359 307	33 840 451	
OI	1 668 576	1 143 592	1 244 345	1 349 507	1 458 872	1 572 184	1 689 141	1 809 387	1 932 517	2 058 076	2 185 560	2 314 418	
Change NOA	-3 425 105	977 043	951 208	919 806	882 849	840 405	792 593	739 592	681 634	619 005	552 045	481 144	
FCF	5 093 681	166 549	293 137	429 701	576 022	731 779	896 547	1 069 794	1 250 883	1 439 071	1 633 515	1 833 275	
RNOA		4,50 %	4,72 %	4,94 %	5,16 %	5,40 %	5,64 %	5,88 %	6,13 %	6,39 %	6,66 %	6,94 %	6,94 %
ReOI		-586 360	-552 144	-511 760	-465 034	-411 843	-352 118	-285 848	-213 084	-133 944	-48 614	42 650	44 995
PV ReOI		-548 975	-483 981	-419 982	-357 303	-296 260	-237 147	-180 240	-125 793	-74 032	-25 156	20 663	
PV	-2 728 206												
PV of CV	1 664 046				498 596,832							6,81 %	
Enterprise value	24 338 966				kr 12,62							5,50 %	
NFO	-18 047 527												
Equity value	6 291 439												

Tabell 27 - Verdsettelse av Norwegian Property ASA (ReOI metoden)

I løpet av 2010 har Norwegian Property hatt en emisjon der de har utstedt 45 360 000 nye aksjer, og hentet inn et proveny lik 543,9 millioner kroner. Vi har lagt til forutsetning at dette provenyet reduserer netto finansielle forpliktelser (NFO), ved at Norwegian Property både reduserte finansielle forpliktelser og økte finansielle eiendeler. De nye netto finansielle forpliktelsene blir dermed netto finansielle forpliktelser per 31.12.2009 trukket fra emisjonsprovenyet. Dette gir oss en verdi på om lag 18,05 milliarder kroner.

I denne modellen har vi tatt utgangspunkt i tallene fra fremtidsbudsjettet. Vi har også lagt til grunn et avkastningskrav lik 6,81 %, og en vekst på horisont lik 5,5 %. Veksten på horisont er som nevnt lik forventet inflasjon på 2,5 % i tillegg til forventet fremtidig vekst i BNP lik 3 %. Dette ga oss et verdiestimat på Norwegian Propertys egenkapital lik 6,291 milliarder kroner, noe som er i overkant av 5 % høyere enn markedsverdien per 28.04.2010. Deler vi på antall aksjer, finner vi en aksjepris lik 12,62 kr, sammenlignet med 11,99 kr på Oslo Børs. Vi ønsker å kontrollere dette estimatet ved å benytte superprofittvekstmodellen.

10.1.2 Superprofittvekstmodellen (AOIG)

Superprofittvekstmodellen estimerer i likhet med superprofittmodellen verdien av selskapets egenkapital ved å ta utgangspunkt i netto driftsrelaterte eiendeler. Denne modellen forteller at selskapets verdi er basert på fremtidig inntjening utover inntjening fra normal vekst, altså veksten i superprofitt (Penman, 2010). Formelen for denne modellen blir dermed:

$$V_0^{NOA} = \frac{1}{(1 + WACC)} \left[OI_1 + \frac{AOIG_2}{(1 + WACC)} + \frac{AOIG_3}{(1 + WACC)^2} + \frac{AOIG_4}{(1 + WACC)^3} + \dots \right]$$

Der AOIG er superprofittvekst og finnes ved følgende formel:

$$[OI_t + WACC * FCF_{t-1}] - WACC * OI_{t-1}$$

På neste side vises utrenghingen av superprofittvekstmodellen(AOIG). Som forventet gir denne modellen oss samme verdiestimat som superprofittmodellen (ReOI-modellen). Dermed blir det endelige estimatet på Norwegian Property's egenkapitalverdi lik 12,62 kroner per aksje etter netto driftseiendeler-metoden.

Alle tall i 1000 kr	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOA	25,403,126	26,380,169	27,331,377	28,251,183	29,134,033	29,974,438	30,767,031	31,506,623	32,188,257	32,807,262	33,359,307	33,840,451	34,353,838
OI	1,668,576	1,143,592	1,244,345	1,349,507	1,458,872	1,572,184	1,689,141	1,809,387	1,932,517	2,058,076	2,185,560	2,314,418	2,349,530
FCF		166,549	293,137	429,701	576,022	731,779	896,547	1,069,794	1,250,883	1,439,071	1,633,515	1,833,275	1,836,143
Cum FCF			1,255,687	1,369,470	1,488,134	1,611,411	1,738,975	1,870,441	2,005,370	2,143,261	2,283,561	2,425,661	2,474,376
Normal income			1,221,471	1,329,085	1,441,409	1,558,221	1,679,250	1,804,171	1,932,606	2,064,121	2,198,231	2,334,397	2,472,030
Abnormal OI Growth			34,216	40,385	46,726	53,191	59,725	66,270	72,764	79,140	85,330	91,264	2,346
AOI Growth rate											7.82%	6.95%	
PV of AOIG			32,035	35,399	38,346	40,868	42,963	44,632	45,881	46,720	47,162	47,226	
PV of Terminal													
Sum PV of AOIG	513,891					498596.832					6.81%	92,659	
Value of operations	24,338,966					kr 12.62					5.50%		
NFO	-18,047,527												
Equity value	6,291,439												

Figur 21 - Verdssettelse av Norwegian Property ASA (AOIG metoden)

11.0 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet beregnet under verdsettelsen er basert på budsjetterte tall, og det vil i den forbindelse være en del usikkerhet knyttet til hva den virkelige verdien til disse faktisk vil være i fremtiden. En sensitivitetsanalyse skal ta for seg hva som skjer med verdiestimatet når man endrer på en eller flere kritiske faktorer, og hvor sensitivt vårt verdiestimat er for mindre endringer i disse faktorene. I tillegg til dette får vi en oversikt over hvilke faktorer som er mest og minst sensitive overfor endringer (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2010). De faktorene vi føler er mest kritiske for Norwegian Property og derfor velger å se nærmere på er: Vekst i driftsinntekter, vekst i omløpshastighet, betaverdi og horisontveksten til superprofitten. I tillegg er utviklingen i risikofri rente før skatt preget av usikkerhet, og vi vil derfor også utføre en sensitivitetsanalyse av denne.

Når man tar for seg en sensitivitetsanalyse, kan man enten ta for seg endringer i en variabel om gangen, eller simultane endringer i to eller flere variabler. Vi har valgt å gjøre en kombinasjon av dette etter hva som passer best.

11.1 Driftsinntekter

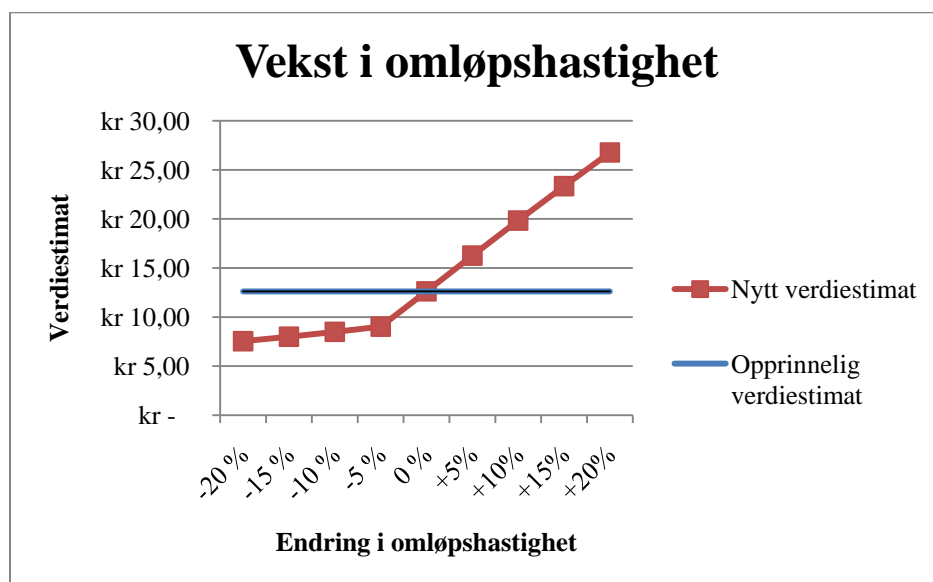
Når vi budsjetterte driftsinntektsvekst, tok vi utgangspunkt i at denne ville begynne på 8 % og konvergere mot sluttveksten i driftsinntekter (vekst 2) på 5,5 %. For å se nærmere på dette estimatet velger vi å la startveksten (vekst 1) på 8 % variere 20 % i hver retning på den vannretteaksen. På loddretteaksen lar vi sluttveksten (vekst 2) også variere med 20 %. Vi ser fra tabellen på neste side at aksjeprisen varierer mellom 8 og 19 kroner per aksje, noe som tilsvarer endringer i estimatverdien på henholdsvis -36,5 % og 51,1 %. Vi ser også at estimatet er mer sensitivt for endringer i sluttveksten, enn i startveksten.

Sluttvekst (Vekst 2)	Startvekst (Vekst 1)					
	Driftsinntekter	- 20%	- 10 %	+ 0 %	+ 10 %	+ 20 %
	- 20 %	kr 8,01	kr 8,79	kr 9,76	kr 10,86	kr 12,01
	- 10 %	kr 9,20	kr 10,02	kr 11,04	kr 12,19	kr 13,39
	0 %	kr 10,68	kr 11,55	kr 12,62	kr 13,84	kr 15,10
	+ 10 %	kr 12,36	kr 13,28	kr 14,42	kr 15,71	kr 17,05
	+ 20 %	kr 14,11	kr 15,08	kr 16,28	kr 17,65	kr 19,07

Figur 22 - Endring i startvekst og horisontvekst

11.2 Omløpshastighet

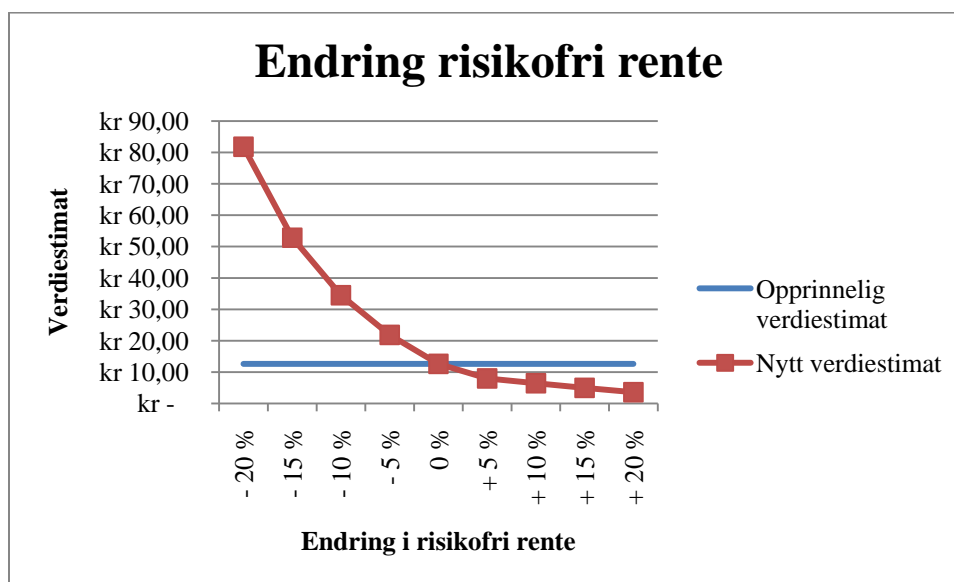
Omløpshastigheten oppleves som en ekstrem sensitiv variabel for prisestimatet, og vi velger derfor å se på denne isolert. Som vi kan se av grafen nedenfor vil relativt små endringer i veksten til omløpshastigheten vil gi store utslag på verdiestimatet til Norwegian Property. Ved å øke veksten i omløpshastigheten med 20 %, fra 4 % til 4,8 %, ser vi at verdiestimatet øker fra 12,62 kroner til over 26 kroner. Dette er mer enn en dobling av egenkapitalen i forhold til det opprinnelige estimatet. Grunnen til at oppsiden er større enn nedsiden, kommer av at vi holder horisontveksten i superprofitten fast på 5,5 %, og superprofitten vil derfor vokse etter budsjetteringsperioden.



Figur 23 - Endring i omløpshastighet

11.3 Risikofri rente

En annen sensitiv variabel er den risikofrie renten. Grunnen til dette er at den både vil påvirke egenkapital- og gjeldsavkastningskravet. Den risikofrie renten vil også indirekte påvirke avkastningskravet på bedriftens operasjonelle aktiviteter (WACC). Dette fordi den risikofrie renten etter skatt er inkludert i både selskapets egenkapital- og gjeldskrav ved beregning av WACC. Ved å redusere den risikofrie renten før skatt med 20 % ser vi at vårt verdiestimat overstiger 80 kroner, noe som er mer enn en seksdobling sammenliknet med vårt opprinnelige verdiestimat. Måten vi har beregnet WACC på gjør at den er svært sensitiv til endringer i den risikofrie renten, og en økning i risikofri rente før skatt på 20 % tilsvarer en økning i WACC på 14,23 %. Vi ser også at jo større den risikofrie renten blir, og dermed også WACC, jo mindre blir vårt verdiestimat. Verdiestimatet vil endelig konvergere mot 0 kroner når den risikofrie renten, og dermed avkastningskravet, blir tilstrekkelig høyt.

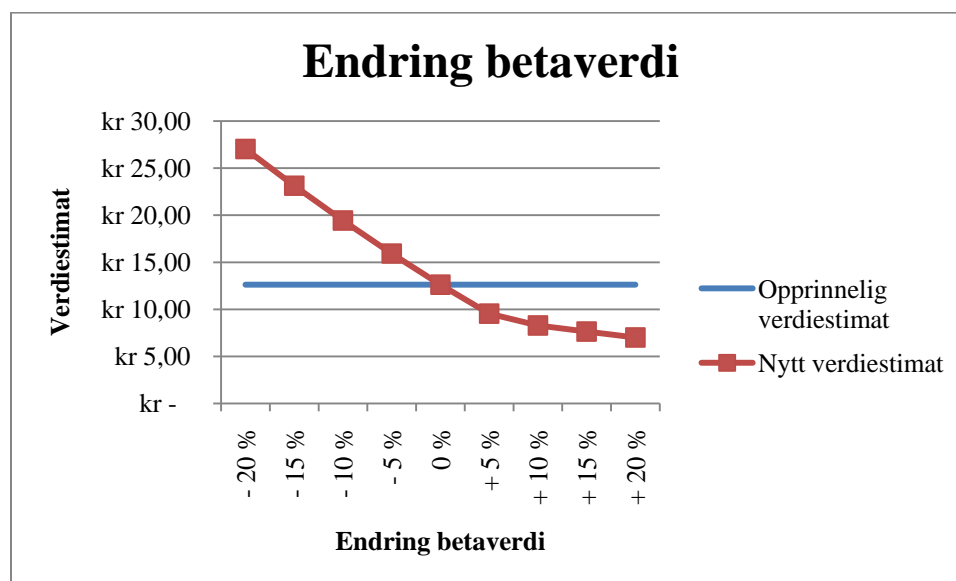


Figur 24 - Endring i risikofri rente

Ved diskusjonen om endring i verdiestimatet, som følge av en endring i risikofri rente, er det verdt å nevne forholdet mellom rente og inflasjon. I følge Mishkin (1993) er det stor korrelasjon mellom rente og inflasjon. En reduksjon i den risikofrie renten vil føre til økt aktivitet i

økonomien, og dermed økt inflasjon. Ved økt rente reduseres investeringer og økonomisk aktivitet, noe som fører til mindre inflasjon. Det motsatte skjer ved redusert rente. Som følge av at Norwegian Property har inflasjonsjusterte kontrakter vil en reduksjon i renten føre til en økning i driftsinntekter- og kostnader. Endringer i selskapets driftsresultat fungerer dermed som en katalysator for renteendringer, slik at estimatet i virkeligheten vil være mer usikkert enn det som fremkommer av grafen på forrige side.

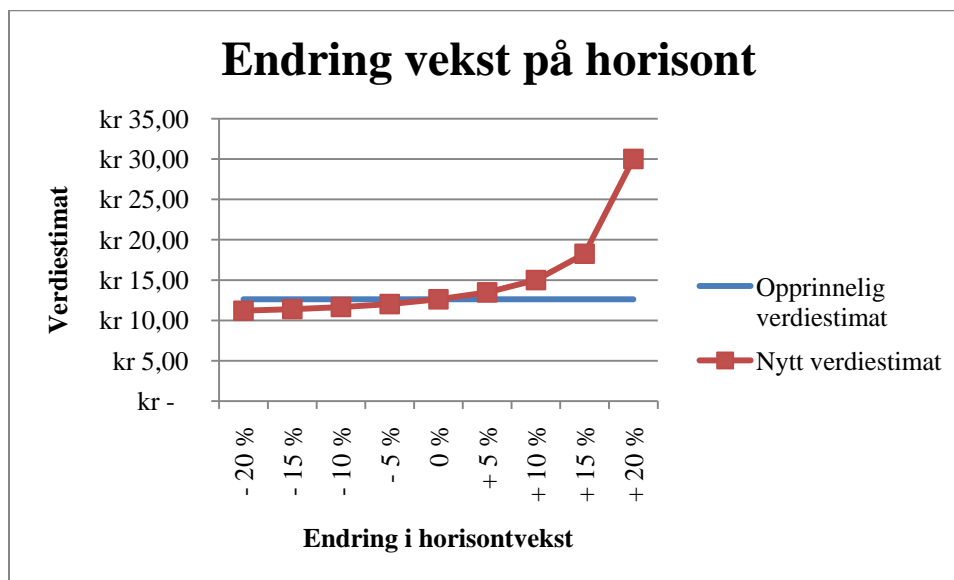
11.4 Betaverdi



Figur 25 - Endring i betaverdi

Ved beregning av Norwegian Property's avkastningskrav estimerte vi selskapets betaverdi til å være lik 1,2997. Vi viste også at dette var et usikkert estimat som følge av at vi hadde færre datapunkter enn optimalt, og for å veie opp for noe av dette valgte vi å justere den beregnede betaverdien mot én. Av den grunn har vi sett på hvordan endringer i betaestimatet påvirker selskapets aksjepris. Ved en reduksjon i betaverdien på 20 %, økte aksjeprisen fra 12,62 kr til 27,03 kr. En tilsvarende økning i betaverdien gir oss en reduksjon i verdiestimatet til 7,01 kr. Dette viser at estimatet for selskapets aksjepris er relativt følsomt for det nokså usikre betaverdiestimatet.

11.5 Horisontveksten



Figur 26 - Endring i vekst på horisont

Horisontveksten i superprofitt er satt til 5,5 %. Dette er vår estimerte BNP-vekst og inflasjon, basert på historisk BNP samt Norges Banks inflasjonsmål. Grafen ovenfor viser endringen i totalen av disse to variablene, altså vesten på horisont. Ved en økning i veksten på 20 % oppnår vi et verdiestimat på om lag 30 kroner, omtrent 2,5 ganger høyere enn vårt nåværende estimat. Ved reduksjon i veksten vil verdiestimatet konvergere mot en aksjepris på 9,9 kr, som er estimatet ved nullvekst på horisont i superprofitt.

11.6 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Vi har nå utført en sensitivitetsanalyse hvor vi har sett hvordan estimatet på Norwegian Property's egenkapitalverdi forandrer seg ved en endring av de forskjellige verdidriverne. Estimatet er relativt følsomt for alle de forskjellige variablene vi testet. Totalt sett varierte verdiestimatet mellom 3 og 80 kroner. Noen variabler ga imidlertid større utslag enn andre. Verdiestimatet var særlig følsomt for endringer i den risikofrie renten før skatt, som følge av at den spiller en stor

rolle i vår beregning av det operasjonelle avkastningskravet. Sensitivitetsanalysen av den risikofrie renten tok derimot ikke hensyn til endring i inflasjon som følge av renteendringer, og viser derfor mindre variasjon enn det i virkeligheten ville vært. For øvrig var verdiestimatet minst sensitivt for endringer i driftsinntektsvekst, da spesielt startveksten.

12.0 Komparativ analyse

Den fundamentale verdsettelsen er en arbeidskrevende form for verdsettelse. En annen teknikk det er vanlig å bruke, og som er langt mindre omfattende, er å verdsette selskapet ved hjelp av multiplikatormodeller. Vi nevnte i kapittel 3 at vi ville supplere den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelsesteknikk, i tråd med Damodaran (2002). Komparativ verdsettelse av egenkapitalen utføres ved at egenkapitalen til selskapet som analyseres blir sammenliknet med liknende selskapers markedsverdier gjennom ulike multiplikatormodeller.

En multiplikatoranalyse har 3 hovedsteg (Penman, 2010):

1. Identifiser sammenliknbare børsnoterte selskaper med liknende aktiviteter som selskapet som skal verdsettes.
2. Bestem hvilke multiplikatormodeller som skal benyttes, og beregn disse.
3. Bruk til slutt et veid gjennomsnitt av verdiene som de ulike multiplikatormodellene gir. Dette gir selskapets verdi basert på komparativ analyse.

Vi har valgt ut tre ulike selskaper som vi føler er sammenlignbare med Norwegian Property. Disse er Olav Thon Eiendomsselskap ASA, det svenske eiendomsselskapet Castellum og det finske eiendomsselskapet Sponda PLC. Olav Thon Eiendomsselskap ASA driver med uleie av eiendom og kjøpesentre. Kjøpesentrene har i likhet med Norwegian Property's hoteller omsetningsbaserte leiekontrakter. Castellum driver med utleie av næringseiendom, hovedsakelig kontorbygg og varehus, i sentrale deler av Sverige. Sponda PLC er et finsk eiendomsselskap som leier ut næringseiendommer. Grunnen til at vi har valgt et svensk og et finsk eiendomsselskap er hovedsakelig at det eneste børsnoterte sammenlignbare selskapet for Norwegian Property i Norge er Olav Thon Eiendomsselskap. I tillegg kommer en stor andel av inntektene til Norwegian Property's hotellsektor fra Sverige og Finland, så selskapet er også eksponert for disse markedene. Vi vil derfor benytte multiplikatorene til disse tre selskapene videre i analysen.

I utgangspunktet ønsket vi å bruke fire ulike multiplikatormodeller: P/B, P/S²⁸, P/E og EV/EBIT²⁹. Fordi Norwegian Property hadde et svært negativt resultat i 2009, fører dette til at vi ikke kan bruke P/E og EV/EBIT. Dette fordi selskap med negativt resultat (earnings) og EBIT har udefinerte P/E og EV/EBIT verdier (Collins, Morton, & Xie, 1999). Tabellen nedenfor viser utregningen av Norwegian Property's verdiestimater basert på en komparativ analyse:

Alle tall i millioner kroner	Markedsverdi	Bokført egenkapital	Driftsinntekter
Olav Thon Eiendom	kr 8 196,00	kr 8 218,50	kr 2 215,00
Sponda PLC	kr 6 419,78	kr 8 718,08	kr 1 805,55
Castellum	kr 11 266,00	kr 9 692,00	kr 2 694,00
Norwegian Property	kr 5 888,00	kr 5 534,90	kr 1 767,00
	P/B	P/S	
Olav Thon	0,9973	3,7002	
Sponda	0,7364	3,5556	
Castellum	1,1624	4,1819	
Gjennomsnitt	0,9653	3,8126	
Norwegian Property			
Markedsverdi basert på P/B			kr 5 343,10
Markedsverdi basert på P/S			kr 6 736,80
Vektet gjennomsnitt			kr 6 039,95
Antall aksjer per 29/04-2010			498,596832
Pris per aksje	kr 12,11		

Tabell 28 - Komparativ analyse

Vi har tidligere nevnt at Norwegian Property har hatt en emisjon siden det endelige regnskapet for 2009 ble utgitt. Dette er ikke tilfelle for de andre selskapene. Emisjonen førte til at selskapet utstedte om lag 50 millioner nye aksjer, og hentet inn et proveny på 543,9 millioner. Dette beløpet ble brukt til å betale ned gjeld, samt å plassere noe i finansielle eiendeler. For at det skal være balanse i regnskapet betyr det at den bokførte egenkapitalen må ha økt med en tilsvarende

²⁸ Price over sales

²⁹ Enterprise value over earnings before interest and tax

sum. Vi har derfor lagt dette beløpet til den bokførte egenkapitalen per 31.12.2009, og endt opp med en bokført egenkapital på 5534,9 millioner kroner. I tillegg var alle tall for Sponda PLC oppgitt i Euro, da dette er et finsk selskap. Vi har gjort dette om til norske kroner ved å benytte dagens valutakurs³⁰ gitt av DnB NOR. Markedsverdiene for de respektive selskapene er hentet fra henholdsvis Oslo Børs, NASDAQ OMXS og NASDAQ OMXH, og er per 29/04-2010.

Ved å beregne P/B og P/S multiplikatorer for de tre sammenlignbare selskapene, og deretter vekte disse likt, har vi kommet frem til multiplikatorverdier på henholdsvis 0,9653 og 4,1819. Vi ser at Castellum hadde både høyeste P/B og P/S verdi, noe som kan være et tegn på at selskapet er overpriset, eller at markedet forventer vekst for selskapet i fremtiden. Ved å gange den gjennomsnittelige P/B verdien med Norwegian Property's justerte egenkapital, kom vi fram til et estimat på markedsverdi lik 5343,10 milliarder kroner. P/S multiplikatoren ga oss en relativt høyere verdi, 6736,80 milliarder. Ved å vekte disse likt, i tråd med Penman (2010), og dele dette på Norwegian Property's antall aksjer per 29/04-2010, kom vi fram til et verdiestimat per aksje på 12,10 kroner.

12.1 Oppsummering komparativ analyse

Verdiestimatet beregnet ved den komparative analysen kom på 12,10 kroner, og den fundamentale verdsettelsen gav oss 12,62 kroner. Vi ser dermed at verdien fra den komparative analysen er noe høyere enn verdien fra den fundamentale analysen. I følge Kenton (2004) er det meningsfullt å kombinere verdiestimer, da hvert verdiestimat inneholder informasjon. Å kun se på et verdiestimat vil dermed være å ignorere informasjon. Ved å kombinere verdiestimat utnytter man fordelene av diversifikasjon, ved å jevne ut idiosynkratiske skjevheter og feil i individuelle verdiestimat (Kenton, 2004). Med bakgrunn i dette velger vi å vekte de to estimatene for å komme fram til et overordnet verdiestimat. Vi har valgt å tilegne det fundamentale verdiestimatet en vekt på 80 %, og det komparative verdiestimatet en vekt på 20 %. Dette er helt og holdent basert på skjønn, med bakgrunn i tidsforbruket og analysenivået vi har brukt. Det endelige verdiestimatet blir dermed 12,52 kroner.

³⁰ 1 € = 7,8412 NOK

Ved å ta utgangspunkt i DnB NOR Markets sine retningslinjer bør en investor utføre en handel dersom markedsverdien til en aksje fraviker med mer eller mindre enn 10 % fra verdiestimatet. Nærmere bestemt betyr dette at en investor bør kjøpe aksjen dersom markedsverdien ligger mer enn 10 % under verdiestimatet, og selge aksjen dersom den ligger over 10 % over verdiestimatet. For vår del vil disse grensene være henholdsvis 11,38 kroner og 13,77 kroner. Per 29/04-2010 var markedsverdien lik 11,99 kroner per aksje. På bakgrunn av dette vil vi anbefale investorer å holde på aksjen.

13.0 Separat verdivurdering av kontor- og hotellsektor

Norwegian Property annonserte i kvartalsrapport for 4. kvartal 2009, den 23/2-2010, at selskapet skal implementere en ny strategisk retning (Nordahl, 2010). Dette innebærer at datterselskapet vil bli skilt ut som et eget selskap, og vi får dermed et skille mellom kontor- og hotellsektor. Vi vil i dette kapitlet først presentere generell teori om fisjoner, og se på grunner til at selskaper utfører fisjoner. Deretter vil vi se på konkrete grunner til at Norwegian Property vil dele selskapet i to i løpet av 2010. Til slutt vil vi utføre en separat verdsettelse av de to enhetene etter en oppdeling, for å finne markedsverdi på Norwegian Property og Norgani Hotels, altså kontor- og hotellsektor.

Fisjoner er et fenomen som har røtter tilbake til USA på 1920 tallet, og ble vanlig på 1950 tallet. I Europa er likevel fisjoner et relativt nytt fenomen, blant annet som følge av ny lovgivning innført av EU-kommisjonen på 1990-tallet (Kirchmaier, 2003). Denne lovgivningen skapte incentiver for oppdeling, samtidig som eiere ble gjort oppmerksom på gunstige fisjonsmuligheter.

Ved første øyekast kan det være vanskelig å forstå hvordan en enkel oppdeling av et selskap til mindre enheter kan skape verdi. Som Hite og Owers (1983) skriver: "If there are no synergies between the parent and the subsidiary, the sum of post-divestitures' cash flows would be equal the combined cash flow had the two units remained as one" (Hite & Owers, 1983, s. 411). Med dette menes at verdien av to selskapsenheter skal være identisk før og etter en fisjon, med mindre det eksisterer positive eller negative synergier som skaper eller ødelegger verdier under ett eierskap. En fisjon er dermed fornuftig dersom det eksisterer negative synergier eller stordriftsulemper, som kan elimineres ved å dele selskapet i to eller flere uavhengige enheter. I følge Kirchmaier (2003) kan mulige årsaker til verdiskaping ved fisjoner kategoriseres i fem ulike kategorier:

1. *Avvikling av konglomerater*: Historisk ble fisjoner brukt til å avvikle konglomerater etter at det ble klart at kostnadene ved slike organisasjonsstrukturer overgikk fordelene på 1980- og 1990 tallet. Dette er et argument som fremdeles gjelder i dag.
2. *Organisatoriske forbedringer*: Fra et organisatorisk perspektiv kan verdi skapes ved å eliminere dårlig passform i et selskaps strategiske fokus. I tillegg minskes informasjonen som går tapt i et hierarki ved å redusere størrelsen på selskapet.
3. *Forbedring i kapitalmarkedet*: Mer fokuserte enheter kan øke tilgangen til kapitalmarkedet eller tiltrekke nye investorer, og dermed eliminere vekstbarrierer fra et kapitalmarkedsperspektiv.
4. *Forbedring for ledelse og aksjonærer*: Dette er verdiskaping gjennom forbedring av rollen og funksjonen til ledelsen, samt bedre utforming av incentiver. I tillegg skapes verdi gjennom mer effektive markedsbaserte styringsmekanismer, som oppstår som følge av mer åpenhet.
5. *Ekspropriasjon av obligasjonseiere*: Dette er verdiomfordeling fra obligasjonseiere til aksjonærer, gjennom en reduksjon av kvalitet på den sikkerheten som er stilt (Hite & Owers, 1983).

Jo enklere det er å utføre en fisjon, jo mindre sannsynlig er det at partene vil samarbeide om problemene og holde selskapene samlet. Selskaper som har gjennomgått en fisjon, vil i mange tilfeller være svakere enn de var før oppdelingen, i alle fall i den første tiden. I ekstreme tilfeller kan et eller begge selskaper komme i konkursfare (Singh et al., 2009).

13.1 Norwegian Property's planlagte oppdeling

Markedsmessig har det siste året vært utfordrende for Norwegian Property som en helhet. Som vi nevnte i den strategiske analysen, er markedet for kontoreiendommer på bedringens vei, mens hotelleiendommene ligger noe etter i den makroøkonomiske syklusen. Som følge av dette varslet selskapet nylig en ny strategisk retning, og planlegger i løpet av 2010 å dele selskapet i to individuelle deler. Selskapet vil dermed skille mellom kontor- og hotellvirksomheten, og beveger

seg tilbake til den opprinnelige tilstanden før oppkjøpet. Kontorvirksomheten vil basere seg på kontorer i Norge, mens hotellvirksomheten vil baseres på hoteller i Norden.

I tillegg til at de to ulike selskapene opplever noe ulike makroøkonomiske sykluser for øyeblikket, er det også et par andre grunner som taler for oppdeling. En viktig grunn er at selskapet siden oppkjøpet av Norgani Hotels i 2007 kun har oppnådd en begrenset synergieffekt mellom de to selskapene (Nordahl, 2010). En annen grunn til oppdelingen er at selskapet ønsker å oppleve en forbedring i kapitalmarkedet, gjennom å utsette investorer for mer spesifikk risiko. En siste grunn vi kan tenke oss for at Norwegian Property skal deles i to, er at selskapet siden børsintroduksjonen har opplevd en kraftig nedgang i aksjeprisen, og ønsker med denne oppdelingen å skape publisitet rundt aksjen i håp om å drive kursen oppover. Hite og Owers (1983) og Kirchmaier (2003) konkluderte i sine studier at aksjeprisen i gjennomsnitt økte med henholdsvis 3,3 % og 5,5 % rett etter en kunngjøring om oppdeling.

Vi vil i det neste avsnittet foreta en oppdeling av balansen og resultatregnskapet i henholdsvis kontor- og hotellvirksomheten, altså Norwegian Property og Norgani Hotels.

13.1.1 Oppdelt reformulert resultatregnskap

Alle tall i millioner kroner	2009				
Operasjonelle inntekter		Total	Kontor	Hotell	
Leieinntekter		1 767,7	1 043,9		723,8
- Velikehold og eiendomsrelaterte kostnader		-147,0	-63,7		-83,4
- Andre driftskostnader		-165,9	-100,9		-65,0
= Operasjonelt resultat fra salg (før skatt)		1 454,7	879,3		575,4
Skatt					
Rapportert skattekostnad	-230,1		-186,7		-43,4
Skatt på andre operasjonelle inntekter (kostnader)	269,5		116,1		153,4
Skattefordel på netto finanskostnader	285,7	-213,8	173,6	-129,3	112,1
= Operasjonelt resultat fra salg (etter skatt)		1 668,6	1 008,5		660,0
Andre operasjonelle inntekter (før skatt)					
Verdiendring investeringseiendommer	-1 517,4		-474,0		-1 043,3
Gevinst ved salg av investeringseiendommer	-7,1		-7,1		
Nedskrivning av goodwill	-308,8		-308,8		
Skatt	269,5	-2 102,8	116,1	-906,1	153,4
Andre operasjonelle inntekter (etter skatt)					
Valutaeffekter		-433,8	0,0		-433,8
Operasjonelt resultat (etter skatt) (OI)		-868,0	102,4		-970,5
Netto finanskostnader					
Finanskostnad		1 098,2	688,3		367,7
Finansinntekt + urealisert gevinst (tap) finansielle eiendeler		77,8	68,3		-32,8
Netto finanskostnad før skatt		1 020,4	620,0		400,5
Skatteeffekt (28 %)		-285,7	-173,6		-112,1
Finansielle derivater		50,4	25,2		25,2
Netto finanskostnad etter skatt		684,3	421,2		263,1
Minoritetsinteresser		0,0	0,0		0,0
Comprehensive income to common		-1 552,4	-318,7		-1 233,6

Tabell 29 - Oppdelt reformulert resultatregnskap

De operasjonelle inntekter og kostnader fra salg er hentet fra siste kvartalsrapport for 2009, der det foreløpig ureviderte årsregnskapet for 2009 foreligger (Norwegian Property ASA, 2010). Disse postene var ferdig oppdelt av Norwegian Property i kvartalsrapporten deres. Dette er også tilfellet for de andre operasjonelle inntektene før skatt. Når det gjelder "dirty surplus" posten valutaeffekter (omregningsdifferanser) er denne i sin helhet knyttet til Norgani Hotells. Dette fordi posten omfatter inntekter og kostnader i fremmed valuta, samt verdiendringer som følge av valutaendringer. Netto finanskostnader før skatt er også hentet fra siste kvartalsrapport, og vi har

som tidligere antatt 28 % skatt på disse postene. De finansielle derivatene har vi valgt å dele likt på kontor- og hotellvirksomheten, da det ikke foreligger noen spesifikk informasjon om disse i Norwegian Property's regnskap. Skattekostnaden på de operasjonelle inntektene har vi vektet i forhold til operasjonelt resultat før skatt og andre operasjonelle inntekter (kostnader) før skatt, på de to ulike sektorene.

13.1.2 Oppdelt reformulert balanse

Alle tall i millioner kroner	2008			2009		
	Total	Kontor	Hotell	Total	Kontor	Hotell
Driftsrelaterte eiendeler						
Goodwill	885,6	885,6	0,0	580,2	580,2	0,0
Investerings eiendom	27 312,6	16 288,0	11 024,6	23 732,7	14 810,7	8 922,0
Andre varige driftsmidler	9,9	5,9	4,0	7,0	4,4	2,6
Fordringer	11,2	6,7	4,5	8,9	5,5	3,3
Kundefordringer	172,1	101,6	70,5	93,0	54,9	38,1
Andre fordringer	193,9	114,5	79,4	4,8	2,8	2,0
Sum driftsrelaterte eiendeler	28 585,3	17 402,4	11 182,9	24 426,7	15 458,6	8 968,0
Driftsrelaterte forpliktelser						
Utsatt skatt	565,5	334,0	231,5	365,5	215,8	149,7
Leverandørgjeld	29,4	15,5	13,9	15,5	8,1	7,3
Annen gjeld	693,5	448,6	245,0	536,3	346,9	189,4
Sum driftsrelaterte forpliktelser	1 288,5	798,0	490,4	917,3	570,8	346,4
NETTO DRIFTSRELATERTE EIENDELER (NOA)	27 296,8	16 604,3	10 692,5	23 509,4	14 887,8	8 621,6
Finansielle eiendeler						
Langsiktige finansielle derivater	37,3	0,0	37,3	12,2	7,9	4,3
Aksjer og andeler	2,0	1,3	0,7	1,7	1,1	0,6
Kortsiktige finansielle derivater	127,5	23,3	104,2	24,3	15,7	8,6
Kontanter og kontantekvivalenter	174,2	102,9	71,3	248,2	146,6	101,6
Sum finansielle eiendeler	341,0	127,5	213,6	286,4	171,3	115,1
Finansielle forpliktelser						
Langsiktige finansielle derivater	106,3	68,7	37,5	-	0,0	0,0
Kortsiktige finansielle derivater	689,9	377,4	312,4	499,0	173,3	325,7
Langsiktig rentebærende gjeld	21 022,0	13 596,8	7 425,2	17 781,3	11 500,8	6 280,6
Kortsiktig rentebærende gjeld	818,6	659,6	159,0	597,5	481,4	116,0
Sum finansielle forpliktelser	22 636,7	14 702,6	7 934,1	18 877,8	12 155,5	6 722,3
NETTO FINANSIELLE FORPLIKTELSE (NFO)	-22 295,7	-14 575,1	-7 720,5	-18 591,4	-11 984,3	-6 607,2
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ALMINNELIG EGENKAPITAL	5 001,2	2 029,2	2 972,0	4 918,0	2 903,5	2 014,5

Tabell 30 - Oppdelt reformulert balanse

Goodwill er en post som har oppstått som følge av oppkjøpet av Norgani Hotels i 2007. Vi har derfor latt denne posten i sin helhet tilfalle Norwegian Property (kontorvirksomhet).

Investerings eiendommer er delt opp etter markedsverdi i tråd med IFRS, som gitt i 4.

Kvartalsrapport for 2009. Dette er også tilfelle for andre varige driftsmidler. Fordringer, kundefordringer, andre fordringer og utsatt skatt, er ikke spesifisert. Vi har antatt at disse har oppstått som følge av driftsinntekter, og har vektet disse i forhold størrelsen på driftsinntekter fra kontor- og hotellvirksomheten. Leverandørgjelden har vi vektet i forhold til driftskostnader, da denne mest sannsynlig har påløpt som følge av disse aktivitetene.

Den langsiktige rentebærende gjelden består av gjeld som tilfaller Norwegian Property, gjeld som tilfaller Norgani Hotels, og noe gjeld som tilhører OPAS³¹. OPAS sin gjeld er i sin helhet på 719 millioner kroner, og oppstod i forbindelse med oppkjøpet av Norgani Hotels. Mer spesifikt er dette Norwegian Property sin gjeld med pant i aksjene til Norgani Hotels, og det er derfor svært usikkert hva som skjer med denne gjelden. Vi har valgt å vekte denne i forhold til den øvrige rentebærende gjelden.

Annen driftsrelatert gjeld, aksjer og andeler, og kontanter og kontantekvivalenter har vi oppdelt i forhold langsiktig rentebærende gjeld. Den kortsiktige rentebærende gjelden er oppdelt i henhold til oppdelingen i 4. kvartalsrapport 2009. Når det gjelder kortsiktige og langsiktige finansielle derivater, består disse av valutasikring og rentesikring. Vi har valgt å føre kostnadene og inntektene i forbindelse med valutasikring i sin helhet til Norgani Hotels, mens kostnader og inntekter i forbindelse med rentesikring har vi vektet i forhold til rentebærende gjeld.

Til slutt har vi latt WACC være 6,81 % for begge virksomhetene, da vi føler at selskapene har relativt lik underliggende operasjonell risiko. Vi har også latt veksten på horisont være 5,5 % for begge enhetene. I det følgende blir verdsettelsen av Norwegian Property og Norgani Hotels som separate enheter presentert.

³¹ Oslo Properties

13.2 Verdsettelse av kontorvirksomhet (Norwegian Property)

Som følge av vår tidligere analyse tror vi at kontorporteføljen kommer til å gjøre det bedre enn hotellsektoren, og vi har derfor latt driftsinntektene vokse med 8,5 % det første året, for deretter å konvergere mot 5,5 % på horisont. Som følge av en stor del reforhandlinger av leiekontrakter i nær framtid har vi gitt omløpshastigheten en vekst på 4,4 %, slik at den går mot 0,1065 i 2020. Driftskostnadene antar vi utvikler seg som før, det vil si at de øker med 2,5 % per år. Ved å plote disse tallene inn i vår tidligere brukte superprofittmodell, med hensyn på total kapital, får vi følgende:

Alle tall i millioner	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 ->
NOA	15 746,1	16 364,5	16 960,1	17 528,7	18 066,0	18 567,8	19 030,2	19 449,4	19 822,0	20 144,8	20 415,0	20 630,1	
OI		694,0	757,8	824,4	893,6	965,1	1 038,7	1 114,1	1 190,9	1 268,7	1 347,2	1 425,8	
Change NOA		618,4	595,6	568,6	537,3	501,8	462,4	419,2	372,6	322,8	270,1	215,1	
FCF		75,6	162,2	255,9	356,3	463,3	576,3	694,8	818,3	945,9	1 077,0	1 210,7	
RNOA		4,41 %	4,63 %	4,86 %	5,10 %	5,34 %	5,59 %	5,85 %	6,12 %	6,40 %	6,69 %	6,98 %	6,98 %
ReOI		-378,3	-356,6	-330,5	-300,1	-265,2	-225,8	-181,9	-133,6	-81,2	-24,7	35,6	37,5
PV ReOI		-354,2	-312,6	-271,3	-230,6	-190,8	-152,0	-114,7	-78,9	-44,9	-12,8	17,2	
PV	-1 745,4												
PV of CV	1 387,8												
NOA	15 746,1												
Enterprise value	15 388,5												
NFO	-11 712,4												
Equity value	3 676,1												
										WACC		6,81 %	
										Vekst på horisont		5,50 %	

Tabell 31- Verdsettelse av kontorvirksomhet (Norwegian Property)

Bruttoprovenyet fra emisjonen etter nyttår er som ved vår opprinnelige verdsettelse lagt til de bokførte totale netto finansielle forpliktelsene. Da det er svært stor usikkerhet omkring hva disse pengene faktisk har blitt brukt til, annet enn å redusere netto finansielle forpliktelser, har vi valgt å fordele provenyet likt mellom hotell- og kontorvirksomhet. Vi ser dermed at vårt estimat på markedsverdien til kontorvirksomhetens egenkapital er omlag 3,732 milliarder kroner. Før vi kommenterer dette videre, vil vi først se på estimatene for hotellvirksomheten, og deretter se på estimatene som en helhet.

13.3 Verdsettelse av hotellvirksomheten (Norgani Hotels)

Vi har konkludert med at hotellsektoren kommer til å gjøre det noe dårligere enn kontorsektoren, og som følge av dette har vi tatt utgangspunktet i at veksten i driftsinntektene vil være 7 % det første året, for deretter å konvergere mot 5,5 % på horisont. En noe lavere vekst i omløpshastigheten er ventet for hotellsektoren, og vi har satt denne til 3,4 % slik at den går mot 0,108 i 2020. Driftskostnadene antar vi utvikler seg som før, det vil si at de øker med 2,5 % per år. Ved å plote disse tallene inn i vår tidligere brukte superprofittmodell med hensyn på totalkapital får vi følgende:

Alle tall i millioner	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 ->
NOA	9 657,1	9 993,3	10 326,7	10 656,3	10 980,9	11 299,5	11 611,0	11 914,1	12 208,0	12 491,3	12 763,1	13 022,3	
OI		448,1	483,6	520,7	559,4	599,8	641,9	685,5	730,6	777,3	825,4	874,9	
Change NOA		336,2	333,4	329,6	324,6	318,6	311,4	303,2	293,8	283,4	271,8	259,2	
FCF		111,9	150,1	191,1	234,8	281,2	330,4	382,3	436,8	494,0	553,6	615,7	
RNOA		4,6 %	4,8 %	5,0 %	5,2 %	5,5 %	5,7 %	5,9 %	6,1 %	6,4 %	6,6 %	6,9 %	6,9 %
ReOI		-209,5	-197,0	-182,6	-166,3	-148,0	-127,6	-105,2	-80,7	-54,0	-25,2	5,8	6,1
PV ReOI		-196,2	-172,7	-149,8	-127,7	-106,4	-86,0	-66,4	-47,6	-29,9	-13,1	2,8	
PV	-993,0												
PV of CV	225,0									WACC		6,81 %	
NOA	9 657,1									Vekst på horisont		5,50 %	
Enterprise value	8 889,1												
NFO	-6 335,3												
Equity value	2 553,8												

Tabell 32 - Verdsettelse av hotellvirksomheten (Norgani Hotels)

Vi ser dermed at vårt estimat på markedsverdien til hotellvirksomheten egenkapital er omlag 2,554 milliarder kroner.

13.4 Oppsummering

Vi har nå utført en separat verdsettelse av de to ulike virksomhetene i Norwegian Property. Våre estimater gav oss et verdianslag på kontor- og hotellvirksomheten henholdsvis lik 3,732 og 2,554 milliarder kroner. Totalt beløper dette seg til 6,286 milliarder kroner. Dette er marginalt lavere enn den opprinnelige verdien på 6,291 milliarder, og skyldes avrundinger. I likhet med estimatet

av selskapet i sin helhet, er verdiestimatene av selskapet som separate enheter preget av relativt mye usikkerhet, da særlig avkastningskravet. Med bakgrunn i disse tallene er det vanskelig å komme med en endelig konklusjon på om oppdelingen vil føre til merverdi for selskapet.

Flere studier utført angående fusjoner og oppkjøp, har konkludert med at over 70 % av alle oppkjøp ikke skaper noen merverdi, og at nærmere 50 % faktisk skaper negativ verdi (Batra & Anthony, 2008). Videre utførte Singh, Bhowal og Bwari (2009) en studie der de så på selskapsverdien til et utvalg av selskaper før og etter en fisjon (oppdeling). De konkluderte at en stor andel av selskapene ga aksjonærene merverdi etter fisjonen. De fant derimot ut at 80 % av disse selskapene hadde en negativ synergi før oppløsningen. Til slutt i artikkelen ber de investorer være oppmerksom på selskaper som utfører en fisjon som et ledd i genuin merverdiskapning, og selskaper som utfører fisjon bare for å skape publisitet rundt aksjen. Som nevnt viste en studie utført av Hite og Owers (1983) at aksjeprisen i gjennomsnitt økte med 3,3 % rett etter en kunngjøring om fisjon, mens en annen studie av Kirchmaier (2003) estimerte denne økningen til å være lik 5,5 %.

Basert på verdsettelsen av Norwegian Property ser vi ingen klare negative synergieffekter som vil forsvinne ved en eventuell fisjon. Vi tror kunngjøringen om oppdeling kommer som en reaksjon fra Norwegian Property som følge av at de har gjort det svært dårlig på børsen etter de fusjonerte med Norgani Hotels, og er mer et forsøk på å skape publisitet rundt aksjen enn å skape merverdi gjennom å fjerne negative synergieffekter. Hvilken effekt kunngjøringen faktisk hadde på selskapets aksjepris er vanskelig å si, da meldingen om oppdeling ble presentert samtidig med at selskapet leverte skuffende kvartalsresultat. Totalresultatet ble dermed en nedgang i aksjeprisen på om lag 9 % samme dag som kvartalsrapporten ble offentliggjort.

I forbindelse med utfisjoneringsen av Norgani Hotels fikk vi vite i en e-post fra investeringsdirektøren i Norwegian Property, Sigmund Sletvold, at selskapet skal la alle aksjonærer i Norwegian Property beholde sine aksjer, og at de i tillegg vil få utstedt nye aksjer i det børsnoterte selskapet Norgani Hotels ASA. Dermed vil en aksjonær etter splittelsen sitte med samme antall aksjer i Norwegian Property (eksklusiv Norgani Hotels) som før splittelsen, og et antall aksjer i Norgani Hotels ASA. Hvor mange aksjer som skal utstedes i Norgani Hotels ville han ikke uttale seg om, men dette spiller egentlig ingen rolle da fordelingen vil komme av hvor mye en eksisterende aksjonær eier i Norwegian Property ASA før fisjonen. Ved å ta verdien til

egenkapitalen til kontorsektoren, og dele på antall utestående aksjer, finner vi dermed aksjeprisen til Norwegian Property etter fisjonen til å bli 7,49 kroner. For å kunne se et forhold mellom Norwegian Property ASA og Norgani Hotells ASA velger vi å anta at ledelsen utsteder like mange aksjer i Norgani Hotels som det eksisterer i Norwegian Property i dag. Ved 498 596 832 aksjer vil Norgani Hotels ASAs egenkapital være verdsatt til 5.12 kroner per aksje. En aksje i Norwegian Property vil dermed være 1,46 ganger så mye verdt som en aksje i Norgani Hotels ved samme antall aksjer.

14.0 Konklusjon

Utgangspunktet for denne masteroppgaven var en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Norwegian Property ASA, både som et selskap og som to separate enheter.

Vi innledet oppgaven med en presentasjon av selskapet. Videre ga vi en oversikt over investeringsmuligheter innen eiendom, samt karakteristika av eiendomsbransjen. Vi presenterte så ulike verdsettelsesteknikker og valgte verdsettelsesteknikk for Norwegian Property. Valget ble basert på steg i livssyklusen, bransjen selskapet opererer i, og mulighet for fortsatt drift. Vi valgte å utføre en fundamental verdsettelsesteknikk, og supplere denne med en komparativ analyse.

Det første steget i en fundamental analyse er en strategisk analyse av eksterne og interne forhold omkring Norwegian Property. Med begrunnelse i selskapets strategisk plasserte eiendommer, konkluderte vi med en varig konkurransefordel, noe som taler for superprofitt.

Vi omgrupperte så regnskapstallene til Norwegian Property fra et kreditor- til et investorssynspunkt, og utførte en forholdstallanalyse. I tillegg beregnet vi selskapets avkastningskrav.

Den strategiske analysen dannet grunnlaget for et fremtidsregnskap. Vi valgte en budsjettthorisont fram til 2020. Ved utforming av fremtidsregnskapet la vi vekt på selskapets interne ressurser, og budsjetterte i tråd med den strategiske analysen.

Vi utførte så en fundamental verdsettelse med hensyn på totalkapitalen, og fikk et verdiestimat på 12,62 kroner per aksje. Dette supplerte vi med en komparativ analyse, som ga oss et estimat på 12,10 kroner. Ved å vekte disse fikk vi et overordnet estimat på 12,52 kroner. En sensitivitetsanalyse avslørte mye usikkerhet i verdiestimatet, og det må følgelig brukes med reservasjon. Sammenliknet med dagens aksjekurs per 29/04-2010, lik 11,99 kroner, vil vi anbefale investorer å holde på aksjen.

Til slutt utførte vi en separat verdsettelse av Norwegian Property's to virksomheter, kontor- og hotellvirksomheten, i tråd med deres planlagte oppdeling, som skal skje i løpet av 2010. Kontor- og hotellvirksomheten gav oss estimater på markedsverdien til egenkapitalen på henholdsvis 2,554 milliarder kroner og 3,732 milliarder kroner. Totalt utgjorde dette 6,286 milliarder kroner, og er marginalt lavere enn vårt opprinnelige estimat på 6,291 milliarder kroner grunnet avrunding. På bakgrunn av dette tror vi derfor ikke at selskapet vil klare å skape noen merverdi ved å dele opp, og at fisjonen er et forsøk på å skape publisitet rundt aksjen.

Litteraturliste

- Acharya, V. V., & Pedersen, L. H. (2005). Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375-410.
- Bartholdy, J., & Peare, P. (2001). The Relative Efficiency of Beta Estimates. *SSRN eLibrary*.
- Batra, D., & Anthony, S. D. (2008). The Art Of Acquiring Growth. *Strategy & Innovation*, 5(6).
- Berk, J., & DeMarzo, P. M. (2009). *Corporate finance*. Boston: Prentice Hall.
- Bjørndal, B. (2009). Ny topp i Norwegian Property [Elektroniske versjon]. Lastet ned 15/03-2010, fra <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1745740.ece>.
- Bjørnstad, S., Valvik, M. E., & Sødal, H. (2009, 15/2-2010). 65 000 flere eldre: Eldrebølgen skyller over dem. fra <http://e24.no/makro-og-politikk/article3271385.ece>.
- Boye, K. (2002). *Finansielle emner*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Boye, K., & Severinsen, G. (1999). *Finansielle emner*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles of corporate finance*. Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin.
- Collins, D. W., Morton, P., & Xie, H. (1999). Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity. *The Accounting Review*, 74(1), 29-61.
- Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., & Kinserdahl, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: Wiley.
- Daniels, K. N., Badu, Y. A., & Amagoh, F. An Empirical Analysis of Net Interest Cost, the Probability of Default and the Credit Risk Premium: A Case Study Using the Commonwealth of Virginia. *SSRN eLibrary*.
- DnB NOR Eiendomsfond AS. (2009). Investorrappport 3. kvartal 2009 [Elektroniske versjon]. Lastet ned 15/2-2010, fra https://www.dnbnor.no/portalfont/nedlast/no/markets/eiendomsfond/investorrappporter/2009_Q3.pdf.
- DnB NOR Næringsmegling. (2009). *Markedsrapport oktober 2009*: DnB NOR Næringsmegling.
- Fardal, A. (2007). IFRS og norske regnskapsregler. *Magma*, 10(3).
- Finansdepartementet. (2009). *Eiendom som aktivaklasse*. Lastet ned 16/02-2010, fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2007-2008/stmeld-nr-16-2007-2008-/3/5/1.html?id=505788>.
- Flåøyen, L. (2007). Hvorfor og hvordan investere i næringseiendom. *Praktisk økonomi & finans*, 23(4), 29-38.
- Giner Inchausti, B., & Reverte Maya, C. The Risk-Relevance of Accounting Data: Evidence from the Spanish Stock Market. *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 17, No. 3, pp. 175-207, October 2006.
- Gode, D. K., & Ohlson, J. A. (2006). A Unified Valuation Framework for Dividends, Free Cash Flows, Residual Income, and Earnings Growth Based Models. *SSRN eLibrary*.
- Haagensen, Å. (2010). Company Credit Analysis: Norwegian Property ASA [Elektroniske versjon]. Lastet ned 03/03-2010.
- Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2004). *Strategic Management Theory, An Integrated Approach*, 6th ed. Boston: Houghton Mifflin Company.

- Hite, G. L., & Owers, J. E. (1983). Security price reactions around corporate spin-off announcements. *Journal of Financial Economics*, 12(4), 409-436.
- Johnson, G., & Scholes, K. (2002). *Exploring Corporate Strategy*, 6th ed. Essex: Pearson Education Limited.
- Kenton, K. Y. (2004). Combining Value Estimates to Increase Accuracy. *Financial Analysts Journal*, 60(4), 23-28.
- Khalife Soltani, A., Eslamzade, o., & Nooryan, S. (2010). Capital Asset Pricing Model & Adjusted Capital Asset Pricing Model. *SSRN eLibrary*.
- Kirchmaier, T. (2003). The Performance Effects of European Demergers. *SSRN eLibrary*.
- Knivsflå, K. H. (2009). Forelesningsplansjer BUS424. Upublisert Forelesningsplansjer.
- Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., & Goedhart, M. (2005). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Kristoffersen, T. (2005). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforl.
- Madura, J., & Fox, R. (2007). *International financial management*. London: Thomson Learning.
- Mishkin, F. S. (1993). Is the Fisher Effect for Real? A Reexamination of the Relationship Between Inflation and Interest Rates. *SSRN eLibrary*.
- Nissim, D., & Penman, S. H. (1999). Ratio Analysis and Equity Valuation. *SSRN eLibrary*.
- Nissim, D., & Penman, S. H. (2001). Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice. *Review of Accounting Studies*, 6(1), 109-154.
- Nordahl, A. (2010). Vil splitte Norwegian Property. *E24*.
- Norges Bank. (2004). *Fleksibel inflasjonsstyring*. Lastet, fra http://www.norges-bank.no/templates/article_18105.aspx.
- Norges Bank. (2009). Finansiell rapport Norges Bank. *Finansiell Stabilitet*, 2009.
- Norges Bank. (2010). *Statsobligasjoner*. Lastet ned 08/04-2010, fra http://www.norges-bank.no/templates/article_55497.aspx.
- Norwegian Property ASA. (2006). *Historie*. Lastet ned 31/01-2010, fra http://www.npro.no/default.asp?V_ITEM_ID=631.
- Norwegian Property ASA. (2009a). Kvartalsrapport 3. kvartal 2009 [Elektroniske versjon]. Lastet, fra <http://hugin.info/136749/R/1352115/327003.pdf>.
- Norwegian Property ASA. (2009b). Prospectus August 2009 [Elektroniske versjon]. Lastet, fra <http://hugin.info/136749/R/1241865/266812.pdf>.
- Norwegian Property ASA. (2009c). Årsrapport 2008 [Elektroniske versjon]. Lastet, fra <http://hugin.info/136749/R/1305567/299828.pdf>.
- Norwegian Property ASA. (2010). Kvartalsrapport 4. kvartal 2009 [Elektroniske versjon]. Lastet, fra <http://hugin.info/136749/R/1352115/327003.pdf>.
- Ohlson, J. A., & Zhang, X.-J. (1999). On the Theory of Forecast Horizon in Equity Valuation. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 437-449.
- Oslo Børs. (2010). *Oslo Børs - Kursutvikling - NPRO*. Lastet, fra http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=NPRO.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Penman, S. H., & Zhang, X.-J. (2002). Modeling Sustainable Earnings and P/E Ratios with Financial Statement Analysis. *SSRN eLibrary*.
- Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). *Equity Asset Valuation* Hoboken, New Jersey.: John Wiley & Sons, Inc.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
- Roos, G., Krogh, G. v., Roos, J., & Fernström, L. (2005). *Strategi: en innføring*. Bergen: Fagbokforl.

- Singh, R., Bhowal, A., & Bwari, V. (2009). Impact of Demerger on Shareholders' Wealth. *Enterprise Risk Management*, 1(1).
- Soliman, M. T. (2004). Using Industry-Adjusted DuPont Analysis to Predict Future Profitability. *SSRN eLibrary*.
- Statistisk sentralbyrå. (2009). *Tabell 1 Bruttonasjonalprodukt etter anvendelse*. Lastet, fra http://www.ssb.no/emner/historisk_statistikk/aarbok/ht-0901-355.html.
- Stulz, R. M. (2002). *Risk management & derivatives*. Mason, Ohio: Thomson South-Western.
- Tanderø, N. P. (2010). Norge best gjennom finanskrisen [Elektroniske versjon]. Lastet, fra <http://www.nordensnyheter.no/default.aspx?Id=2656>.
- Thurm, S. (2010). Some Companies Afflicted by 'Quadrophobia'. *The Wall Street Journal*.
- Tvedt, J. (2000). Realopsjoner -- verdien av fleksibilitet. *Magma*, 3(5).

Vedlegg 1

Dato	NPRO	OSEBX	Avk NPRO	Avk OSEBX	Varsians	Kovarians
20100406	12.32	376.7	7.88%	7.50%	0.001126	0.006485
20100301	11.42	350.42	-16.15%	-3.70%	0.021191	0.005984
20100201	13.62	363.89	-4.08%	-4.28%	0.022907	0.001362
20100104	14.2	380.16	23.48%	6.26%	0.002108	0.014724
20091201	11.5	357.75	7.98%	7.76%	0.000959	0.006793
20091102	10.65	331.99	10.94%	4.11%	0.004544	0.004623
20091001	9.6	318.87	31.33%	7.01%	0.001476	0.021859
20090901	7.31	297.97	21.03%	-2.47%	0.017768	-0.00607
20090803	6.04	305.53	-3.05%	6.05%	0.002313	-0.00113
20090701	6.23	288.11	-18.03%	-5.65%	0.027229	0.010021
20090602	7.6	305.35	-3.92%	14.78%	0.001541	-0.0041
20090504	7.91	266.03	112.06%	16.70%	0.003416	0.185903
20090401	3.73	227.96	-28.13%	10.74%	1.31E-06	-0.02831
20090302	5.19	205.85	4.85%	-5.07%	0.02537	-0.00317
20090202	4.95	216.85	-35.04%	-9.36%	0.040861	0.032692
20090102	7.62	239.24	9.01%	17.99%	0.005093	0.017905
20081201	6.99	202.76	-30.10%	-20.13%	0.096004	0.059179
20081103	10	253.86	0.50%	-17.72%	0.081668	-0.00287
20081001	9.95	308.54	-51.70%	-26.06%	0.136243	0.133235
20080901	20.6	417.26	-3.29%	1.26%	0.009203	-0.00022
20080801	21.3	412.06	-9.36%	-9.47%	0.041309	0.008056
20080701	23.5	455.16	-26.56%	-8.44%	0.037233	0.02219
20080602	32	497.12	-31.91%	4.19%	0.004446	-0.01207
20080502	47	477.14	9.81%	13.79%	0.000859	0.014737
20080401	42.8	419.33	-16.08%	-0.01%	0.011815	0.000428
20080303	51	419.39	-5.56%	3.84%	0.004928	-0.00159
20080201	54	403.9	-17.24%	-17.79%	0.082043	0.029166
20080102	65.25	491.29	-1.51%	0.73%	0.010244	-1.9E-05
20071203	66.25	487.71	0.00%	-3.83%	0.02157	-0.00045
20071101	66.25	507.14	1.92%	1.75%	0.008292	0.000446
20071001	65	498.42	-1.52%	4.86%	0.003595	-0.00019
20070903	66	475.32	-7.37%	-1.96%	0.016427	0.001402
20070801	71.25	484.83	-5.63%	-5.09%	0.025413	0.002431
20070702	75.5	510.81	-15.64%	1.88%	0.008054	-0.00234
20070601	89.5	501.38	20.95%	3.80%	0.004982	0.007769
20070502	74	483.04	2.78%	4.36%	0.004219	0.001582
20070402	72	462.86	2.86%	6.33%	0.002051	0.002391
20070301	70	435.32	-1.41%	-6.31%	0.02948	0.000209
20070201	71	464.66	10.94%	4.08%	0.004595	0.004577
20070102	64	446.46	11.30%	8.44%	0.000586	0.01012
20061201	57.5	411.73				
SUM			-43.66%	10.86%	0.823162	0.543729
Kovarians (Cov(Ri,Rm))			-1.09%	0.27%		0.013942
Markedsvarsians (Var(Rm))					0.009617	
Beta (B)	1.449634					

Vedlegg 2

SUMMARY OUTPUT						
<i>Regression Statistics</i>						
Multiple R	0.565938					
R Square	0.320286					
Adjusted R Square	0.302399					
Standard Error	0.209808					
Observations	40					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	0.788207703	0.788208	17.90587	0.000141235	
Residual	38	1.672741689	0.04402			
Total	39	2.460949392				
<i>Coefficients</i>		<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-0.01485	0.033186628	-0.44742	0.657111	-0.082031212	0.05233442
X Variable 1	1.449634	0.342578912	4.231533	0.000141	0.756119104	2.143148594
Kovarians						
	<i>Column 1</i>	<i>Column 2</i>				
Column 1	0.061524					
Column 2	0.013593	0.009377003				